

## Osservazioni Gruppo Iren al

### DCO 488/2021/R/COM

#### "CRITERI PER LA DETERMINAZIONE E L'AGGIORNAMENTO DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO PER LE REGOLAZIONI INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI ELETTRICO E GAS NEL SECONDO PERIODO DI REGOLAZIONE (II PWACC) - *Orientamenti finali*"

## OSSERVAZIONI DI CARATTERE GENERALE

Il Gruppo Iren apprezza l'accoglimento da parte dell'Autorità di alcune proposte formulate dagli operatori, in particolare la gradualità sul costo del debito, ai fini della revisione dei criteri per la determinazione e l'aggiornamento del WACC per il II periodo regolatorio. Il livello dei tassi che si desumerebbe dal DCO in oggetto, specie considerando alcune **ulteriori proposte** introdotte (in particolare relative al livello del Tax rate) appare comunque ancora inadeguato e ciò potrebbe determinare, per le ragioni di seguito indicate, un forte pregiudizio circa lo sviluppo del servizio e delle infrastrutture energetiche e dei rifiuti.

Come indicato in risposta alla consultazione sugli indirizzi espressi dall'Autorità nell'ambito del Quadro Strategico 2022-2025, il Gruppo Iren crede fermamente nel **ruolo strategico della regolazione nello sviluppo industriale dei settori energetici ed ambientali**, in particolare in un contesto, quale l'attuale, fortemente sollecitato sia dalle dinamiche dei mercati sia dalle evoluzioni del quadro normativo e dello sviluppo tecnologico.

Il percorso avviato con la transizione energetica richiede l'adozione di un **nuovo paradigma regolatorio orientato a sostenere** il nuovo ruolo che le infrastrutture sono chiamate ad assumere nell'evoluzione verso **nuovi modelli fondati sull'utilizzo più**

**efficiente delle risorse e su un impiego sempre maggiore di energie rinnovabili,** contribuendo a contrastare i cambiamenti climatici.

In particolare, l'incremento dell'uso delle fonti rinnovabili, per la produzione di vettori energetici rinnovabili (elettricità rinnovabile e gas rinnovabile) comporterà:

- **Modalità differente di consumo** - con nuovi usi dell'elettricità (pompe di calore e veicoli elettrici...), **e di produzione energetica** - generazione distribuita;
- impatti significativi sulle funzioni di **dispacciamento e di bilanciamento** delle reti in relazione all'uso sempre maggiore di **fonti di natura non programmabile e fluttuante**.

Tale situazione genererà significativi impatti sulle infrastrutture energetiche: la **flessibilità**, le azioni per **modulare** l'assorbimento di potenza elettrica in base a segnali esterni e per bilanciare le reti di distribuzione del gas naturale, intervenendo per esempio sulla bidirezionalità dei flussi, il power-to-Gas come risorsa di **stoccaggio** stagionale dell'energia elettrica rinnovabile (sector coupling) sono solo alcune delle nuove leve che consentiranno ai distributori di far fronte **all'evoluzione** delle rispettive **attività caratteristiche**.

Analogamente il **settore dei rifiuti** è chiamato (come già rilevato dall'Autorità sin dal MTR-1) al perseguimento dell'obiettivo di rafforzamento dell'attenzione al profilo infrastrutturale, ai fini dell'adeguamento agli obiettivi imposti dalla normativa europea. Si rileva a riguardo come:

- il servizio di raccolta sia ancora in uno stato di arretratezza, come testimoniato anche dall'eccessivo peso, all'interno della tariffa, degli oneri operativi su quelli di capitale. Per un efficace sviluppo della qualità e dell'efficienza del servizio è invece necessario che aumenti la propensione alla realizzazione di investimenti da parte degli operatori e ciò è possibile solo a condizione che il tasso di remunerazione non sia eccessivamente penalizzante.
- il servizio di trattamento e smaltimento, che per quanto attiene agli impianti minimi entrerà nel perimetro di regolazione ARERA dal 2022, presenti ancora dei forti gap

infrastrutturali, specialmente nel Centro-Sud Italia. Più nel dettaglio va osservato come in molte regioni da un lato la capacità impiantistica sia insufficiente alla chiusura del ciclo dei rifiuti, con conseguente necessità di trasferimento inter-regionale dei rifiuti, e dall'altro vi sia ancora eccessivo ricorso a discariche o ad inceneritori privi di recupero di energia, caratterizzati entrambi da un elevato impatto in termini ambientali. Anche in tale caso l'adeguatezza del tasso di remunerazione è condizione indispensabile per il reperimento, con un orizzonte di lungo periodo, di risorse finanziarie proprie e di terzi (a titolo di finanziamento).

- la struttura dell'industria presenti, specialmente nel caso del servizio di raccolta e trasporto dei rifiuti, un elevato livello di frammentazione (il numero degli operatori sul territorio nazionale è superiore a due mila) e la dimensione media degli operatori generalmente sia ridotta, spesso con attività svolta a livello di singolo comune.

Il procedimento di aggiornamento del tasso di remunerazione TIWACC II, che ARERA si appresta a concludere, secondo quanto delineato nel DCO in oggetto starebbe però delineando una significativa riduzione del WACC, il che determinerebbe:

- un rischio circa la finanziabilità dei piani di investimento
- l'aumento della percezione del rischio regolatorio e la riduzione circa la propensione ad investire in settori regolati.

Per tali ragioni auspichiamo che ARERA, riconsideri talune proposte, arrivando alla determinazione di un tasso di remunerazione congruo che consenta di sostenere gli investimenti di riqualificazione delle attività caratteristiche degli operatori infrastrutturali e ambientali.

Come già evidenziato in sede di risposta al DCO 308/2021/R/COM, si ritiene che l'assoluta mancanza di riferimenti al settore dei rifiuti abbia significativamente **pregiudicato la possibilità di definire parametri di copertura dei costi del capitale che siano idonei anche per un settore, quello dei rifiuti, totalmente differente** (sotto qualunque prospettiva, in primis per quanto attiene alla rischiosità ed alle condizioni di

finanziabilità) **dai settori infrastrutturali energetici**: non è stato previsto alcun adattamento, neppure per quanto riguarda il gearing e/o il  $\beta$ a.

Con riferimento al tema *small cap* l'Autorità non ritiene appropriata l'introduzione di alcune specificità, neppure per quanto riguarda il costo del debito.

A parere della scrivente invece:

- talune forme di finanziamento, in primis l'emissione di bond (proprio assunto a riferimento da ARERA per la definizione del Kdr), non sono accessibili alle società di minore dimensione e ciò ha ripercussioni sul costo del debito;
- la rinegoziazione del debito per allinearli alle vigenti condizioni di mercato non sempre è perseguibile, come ad esempio nel caso dei *project financing* (pratica di finanziamento molto diffusa nel caso di realtà impiantistiche).

In considerazione dell'opportunità, a giudizio della scrivente, di **adottare modifiche all'impostazione del presente DCO funzionali ad assicurare un equilibrata disciplina**, si riassumono qui le **principali proposte** meglio dettagliate nel seguito:

- **Kd<sub>r</sub>**: applicazione di una **gradualità** tra costo del debito riconosciuto nel I PWACC e costo risultante da nuova metodologia pari rispettivamente al **75% ed al 25% nel primo triennio**
- **TMR** reale: stima basata su dati storici, con peso della **media aritmetica pari al 95%**
- **$\beta$ a**: si ritiene opportuno che un **intervento straordinario di aggiornamento del beta asset**, secondo quanto di seguito indicato, sia esteso a tutti i servizi
- **T** (tax rate medio): **aggiornamento del valore**, coerentemente con i valori medi rilevati dallo studio di Utilitalia, **al 30%** (in luogo del 28% proposto dall'Autorità)

Si rimanda alla successiva sezione circa le osservazioni puntuali sui vari quesiti.

## OSSERVAZIONI PUNTUALI

### PARTE II – DURATA E L'ARTICOLAZIONE DEL PERIODO REGOLATORIO - LOGICHE DI AGGIORNAMENTO

#### 4. Durata del periodo regolatorio

##### **S1.** Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC

**R1.** Come già precedentemente indicato<sup>1</sup>, si ritiene opportuno che venga confermata la durata sessennale del periodo regolatorio del PWACC e pertanto si condivide la proposta formulata dall'Autorità.

#### 5. Articolazione del periodo e criteri di aggiornamento del WACC

##### **S2.** Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC.

**R2.** Si concorda circa la proposta di aggiornamento triennale del WACC, con eventuale aggiornamento anche annuale in caso variazioni cumulate di uno o più parametri determinino un impatto sul WACC superiore in senso assoluto ad una soglia *trigger*, sufficientemente alta (quale i 50 bps proposti dall'Autorità). La stabilità dei tassi, qualora fissati a livelli congrui, costituisce infatti un elemento positivo ai fini della prevedibilità dei flussi e dunque ai fini della stabilità finanziaria della gestione.

### PARTE III - CRITERI PER LA DEFINIZIONE DEI PARAMETRI DEL WACC

#### 6. Criteri generali

##### **S3.** Osservazioni in relazione alla metodologia per la determinazione del WACC

**R3.** Si condivide il mantenimento della formula generale prevista nel I PWACC.

---

<sup>1</sup> Osservazioni del Gruppo Iren al DCO 308/2021/R/COM

## 7. Tasso di rendimento del capitale proprio (equity)

### *Criteri generali*

**S4.** Osservazioni in merito ai criteri generali di determinazione del Tasso di rendimento del capitale proprio

**R4.** Si condivide la formula di riferimento relativa ai criteri generali di determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio.

### *Tasso di rendimento delle attività prive di rischio*

**S5.** Osservazioni in merito al Tasso di rendimento delle attività prive di rischio.

**S6.** Specifiche osservazioni in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF

**R5.** Come già indicato si ritiene che una regolazione infrastrutturale debba definire il tasso di remunerazione del capitale sulla base di una prospettiva di lungo periodo (dunque non eccessivamente condizionata da effetti straordinari legati di politiche monetarie extra-espansive, quali quelle attualmente in essere) e volta al riconoscimento di un rendimento reale *free risk* positivo (condizione minima perché l'investimento possa creare e non distruggere valore): si rinnova pertanto la richiesta di mantenimento del floor allo 0,5% circa il tasso reale risk free, in linea con la previsione del TIWACC I.

**R6.** Considerando che non si sono verificate evoluzioni di particolare significatività circa il livello dei tassi di mercato, si ritiene preferibile mantenere la finestra di riferimento ottobre anno 2020 / settembre 2021.

### *Premio per il rischio di mercato*

#### **S7.** Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato

**R7.** Il Gruppo Iren condivide le osservazioni e le argomentazioni svolte da Utilitalia, a cui si rimanda, ed in particolare la proposta di adottare quale peso della media aritmetica il valore del 95% (dunque del 5% per quella geometrica).

### *Country risk premium*

#### **S8.** Osservazioni in merito al Country risk premium

**R8.** Si apprezza l'introduzione del premio  $FP^{CRP}$ , relativo alla variabilità attesa dello spread tra titoli decennali italiani e titoli di paesi dell'Eurozona con elevato rating.

### *Coefficiente beta*

#### **S9.** Osservazioni in merito al coefficiente beta

**R9.** Si concorda circa l'opportunità di un intervento straordinario volto all'aggiornamento dei parametri beta asset.

Non si condivide tuttavia la proposta dell'Autorità di introdurre un *floor* circa il beta, prevedendo in particolare un livello minimo di beta pari a 0,40, nella misura in cui tale intervento porterebbe ad una distorsione circa il profilo di rischio dei diversi servizi che si ritiene sussistere sia per ragioni di natura industriale (si veda quanto già indicato nelle osservazioni di carattere generale) e sia di natura finanziaria (con particolare riferimento alla maggiore volatilità dei ricavi e dei margini delle imprese di distribuzione, come ampiamente documentato nei documenti tecnici allegati alle osservazioni di Utilitalia).

Si ritiene pertanto opportuno che un intervento straordinario di aggiornamento del *beta asset* sia esteso a tutti i servizi, prevedendo variazioni coerenti con quanto rilevato nei report allegati alle osservazioni di Utilitalia.

## 8. Costo del debito

### **S10.** Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito

**R10.** Si apprezza la proposta, introdotta con la presente consultazione, relativa all'introduzione di meccanismi di gradualità sul PIWACC II, volti a determinare il Kd reale come media ponderata tra il costo riconosciuto nel precedente periodo regolatorio (2,4% in termini reali) ed il costo derivante dall'applicazione dei criteri di cui al punto 8.17 del DCO. Si ritiene tuttavia non del tutto corretto applicare quale peso del costo del debito riconosciuto nel precedente periodo regolatorio il 50% per il primo ed il 25% per il secondo triennio. Assumendo infatti che la suddetta gradualità debba esaurirsi nel II PWACC, i coefficienti più corretti prevedrebbero l'attribuzione di un peso al suddetto costo del debito del 75% per il primo triennio e del 25% per il secondo, come di seguito mostrato:

| Gradualità                          | 16,7           | 16,7  | 16,7  | 16,7             | 16,7  | 16,7  |
|-------------------------------------|----------------|-------|-------|------------------|-------|-------|
|                                     | Primo triennio |       |       | Secondo triennio |       |       |
| Inizio anno                         | 100,00         | 83,33 | 66,67 | 50,00            | 33,33 | 16,67 |
| Fine anno                           | 83,33          | 66,67 | 50,00 | 33,33            | 16,67 | -     |
| Valore medio annuo                  | 91,67          | 75,00 | 58,33 | 41,67            | 25,00 | 8,33  |
| <b>Peso Kd reale I PWACC (2,4%)</b> | <b>75,00</b>   |       |       | <b>25,00</b>     |       |       |
| <b>Peso Nuova metodologia</b>       | <b>25,00</b>   |       |       | <b>75,00</b>     |       |       |

Si apprezza inoltre la proposta di considerare, all'interno della formula, solamente gli indici iBoxx BBB 10+Y and 7-10Y e non più anche quelli di tipo A, in quanto ciò risponde correttamente alla necessità di utilizzare indici più coerenti rispetto al contesto delle imprese italiane.

## 9. Parametri fiscali

### **S11.** Osservazioni in merito ai parametri fiscali

**R11.** Non si condivide la proposta dell'Autorità di ridurre il parametro T dall'attuale 31,0% al 28,0%, ritenendo non sufficiente il mero esame delle aliquote medie desumibili



dai CAS 2019 e 2020, dunque dai relativi bilanci. L'aliquota fiscale media di bilancio infatti può essere influenzata da fattori non ricorrenti, da partite soggette a condizioni fiscali specifiche (quale è il caso dei dividendi) nonché incentivi fiscali legati a specifici interventi o investimenti realizzati dal gestore (e conseguentemente a sé spettanti): occorre pertanto depurarne l'effetto al fine di ottenere un *tax rate* congruo ai fini dell'equilibrio economico e finanziario della gestione. A riguardo si segnala come dallo studio condotto da Utilitalia su una pluralità di operatori, a cui si rimanda, il *tax rate* medio risulti essere non inferiore al 30%; anche l'analisi normalizzata del *tax rate*<sup>2</sup>, contenuta nel suddetto studio, conferma il suddetto valore.

#### 10. Peso del capitale proprio e del capitale di debito (*gearing*)

##### **S12.** Osservazioni in merito al peso del capitale proprio e del capitale di debito

**R12.** Si concorda con la proposta di valutare eventuali aggiornamenti del *gearing* in occasione delle specifiche revisioni tariffarie di ogni singolo servizio regolato.

Si evidenzia a riguardo la specificità circa il settore dei rifiuti, per il quale è attesa la quantificazione del livello di *gearing* (e del parametro  $\beta_A$ ) nell'ambito della regolazione tariffaria settoriale.

#### 11. Fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali

##### **S13.** Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali

**R13.** Si concorda circa la proposta di mantenere continuità rispetto a quanto previsto nel TIWACC I.

---

<sup>2</sup> Tale analisi quantifica il livello di *tax rate* teorico sulla base dei parametri regolatori e dei livelli di tassazione in vigore.