

# **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**

Consultazione ARERA 488/2021/R/com dell'11 novembre 2021

---

Osservazioni di Elettricità Futura  
2/12/2021



## Osservazioni generali

Come per la consultazione 308/2021/R/com, accogliamo positivamente lo sforzo effettuato dall'ARERA nell'elaborare gli orientamenti finali per la revisione dei criteri per la determinazione e l'aggiornamento del WACC per il 2° periodo di regolazione. Rispetto ai primi orientamenti dello scorso DCO, apprezziamo gli interventi migliorativi proposti per i criteri di aggiornamento del WACC, specificando maggiormente le condizioni di attivazione del meccanismo trigger, la determinazione del costo del debito e la quantificazione del Crp in termini reali.

Tali miglioramenti, però, sono di fatto ridimensionati, se non resi nulli, dagli orientamenti in merito (i) al calcolo del Total Market Return, mantenendo il peso della media aritmetica all'80%, (ii) al valore del Convenience Premium, (iii) al livello di tax rate, ridotto rispetto al valore attuale, e infine (iv) alle incertezze sul coefficiente beta.

Nel complesso quindi gli interventi proposti da ARERA non sembrano in grado di evitare contrazioni sensibili del valore del WACC. Contrazioni che, come indicato nella nostra risposta al DCO 308/2021/R/com, a causa del particolare contesto economico attuale metteranno a serio rischio la finanziabilità dei piani di investimento degli operatori dei settori infrastrutturali elettrico e gas finalizzati al rafforzamento e allo sviluppo, coerentemente con le previsioni di utilizzo, delle proprie infrastrutture.

Auspichiamo quindi che ARERA, analizzando le osservazioni a questa consultazione, ricalibri le proprie proposte di intervento in modo da far sì che le modifiche dei criteri di determinazione e aggiornamento del WACC riducano al minimo le discontinuità con l'attuale periodo regolatorio e quindi portino alla quantificazione di un WACC che permetta alle imprese infrastrutturali del settore elettrico di salvaguardare gli investimenti esistenti, finanziare nuovi investimenti necessari alla transizione e vedersi garantita la propria stabilità.

Un ultimo aspetto che intendiamo evidenziare è il livello purtroppo basso di disclosure e trasparenza sulle informazioni e i dati di dettaglio sulla modellizzazione dei singoli parametri che concorrono a determinare in WACC. Informazioni e dati di elevata importanza per gli operatori in quanto permettono loro di effettuare dei controlli interni per verificare gli impatti delle proposte di intervento e modifica sulla propria attività, nonché di prevedere l'eventuale attivazione dei meccanismi di aggiornamento annuale proposti nel DCO.

## Osservazioni di dettaglio

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

Condividiamo la proposta dell'Autorità di confermare la durata del periodo regolatorio di sei anni.

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

Condividiamo la tempistica di aggiornamento triennale e il livello di soglia, pari almeno a 50 bps, per l'applicazione del meccanismo di *trigger*.

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

Condividiamo il mantenimento dei criteri e della formulazione generale prospettata.

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

Condividiamo i criteri generali proposti da ARERA, fermo restando le osservazioni riportate nei punti successivi.

### *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.*

In linea con la teoria economica e gli orientamenti iniziali di ARERA, riteniamo opportuno prevedere un valore di CP pari a 100bps e di UP a 50bps, anche considerando che tali parametri non saranno oggetto di aggiornamento infra-periodo e che quindi vanno calcolati in un'ottica di lungo periodo. Tale scelta, inoltre, garantirebbe quantomeno di recepire in misura maggiormente adeguata il rischio volatilità dei tassi di rendimento nella formulazione del RF, anche in considerazione di quanto previsto nel CRP per effetto del nuovo parametro  $FP^{CRP}$ .

Riteniamo inoltre necessario reintrodurre un *floor* per dare stabilità e prevedibilità alla formula, eventualmente prevedendo un *décalage* che si articoli nel periodo del II PWACC (es. 0,5 nel 1° semiperiodo e 0,25 nel 2° semiperiodo)

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

Considerando gli orientamenti finali di ARERA in merito, riteniamo opportuno aggiornare il parametro prevedendo un peso della media aritmetica non inferiore al 95%.

*S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium.*

Condividiamo l'approccio proposto dall'Autorità di calcolare il parametro sulla base dello spread in termini reali. Riteniamo tuttavia necessario l'utilizzo di due distinte inflazioni per la conversione del parametro in termini reali, l'inflazione italiana per il rendimento dei bond italiani e quella europea per la media dei rendimenti dei bond europei ad alto rating, al fine di intercettare le attese sull'inflazione per le imprese italiane, divergenti rispetto a quelle per gli altri Paesi EU.

Inoltre, in analogia a quanto previsto per il risk-free e considerando la scelta di un periodo di osservazione di breve periodo, riteniamo opportuno prevedere l'inclusione di un uncertainty premium anche per il Crp.

*S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta*

In generale, apprezziamo l'apertura su una revisione straordinaria del coefficiente beta all'interno delle regolazioni settoriali, che dovrebbe cogliere il grado di rischiosità per le imprese italiane, anche alla luce delle evoluzioni attese per il settore della distribuzione elettrica e gas.

Detto ciò, la proposta di definire l'aggiornamento del beta sulla base degli orientamenti adottati da altri regolatori, in contesti diversi da quello italiano, costituirebbe una decisione non adeguatamente supportata dalle evidenze empiriche e in discontinuità con i criteri precedentemente adottati. L'Autorità dovrebbe infatti tenere conto, in primo luogo, delle analisi quantitative sugli andamenti azionari delle società comparabili, che dimostrano una crescita consolidata del coefficiente beta a partire dal 2011 e non intercettata dai valori in vigore. Riteniamo inoltre che la revisione del coefficiente beta non può prescindere da valutazioni inerenti al differenziale di rischiosità tra il servizio di trasmissione e quello di distribuzione. Tali valutazioni, che hanno guidato tutte le precedenti decisioni dell'Autorità sin dal 2004, sono state confermate anche per il periodo 2016-2023, in cui l'Autorità ha ritenuto di fissare per la distribuzione elettrica un differenziale di beta rispetto alla trasmissione anche più elevato di quello degli anni precedenti.

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

Appreziamo la proposta introdurre meccanismi di gradualità nel 2° PWACC per determinare il costo del debito 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. Tuttavia, non riteniamo 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 2° PWACC e considerato che le imprese di distribuzione sono caratterizzate da un costo del debito più elevato rispetto ad altri operatori regolati di maggiori dimensioni, riteniamo che l'Autorità debba introdurre una gradualità ancor più marcata, prevedendo l'adozione nel primo triennio di un peso pari al 75% per il debito attuale e del 25% per il nuovo (valutazione che deriva da una puntuale analisi quantitativa di riduzione lineare del debito), mentre nel secondo triennio i pesi da applicare sarebbero rispettivamente del 50% e 50%.

Riteniamo poi opportuno considerare un c.d. New Issue Premium (di solito compreso nel range 10-15 bps) che registra i maggiori rendimenti, rispetto al mercato secondario, riconosciuti agli obbligazionisti in occasione di nuove emissioni come incentivo a comprare i nuovi bond invece dei titoli presenti sul mercato secondario.

Per quanto riguarda l'inflazione, suggeriamo l'utilizzo di un indicatore italiano in luogo di quello dell'inflazione attesa (ia) determinata sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea. Ciò consentirebbe di definire un valore, espresso in termini reali, adeguato rispetto alle condizioni di finanziabilità delle imprese regolate nonché coerente con l'approccio proposto per la stima del Crp.

*S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.*

Non condividiamo la proposta di determinare il tax rate nella misura pari al 28%. Riteniamo che la fissazione di un tale valore sia eccessivamente penalizzante rispetto a quello in vigore del 31%. Occorre infatti che ARERA tenga in considerazione le analisi degli operatori che esprimono parametri superiori al 28%, dal momento che il tax rate viene calcolato sulla base dei CAS che tuttavia presentano dati tarati su finalità diverse da quelle del WACC.

Proponiamo invece di ricorrere ad un Tax-rate “normalizzato”, partendo dal tax-rate desumibile dai bilanci degli operatori negli anni 2019-2020 e depurandolo da fenomeni straordinari o non ricorrenti.

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

Condividiamo le proposte dell'Autorità.

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

Concordiamo con l'orientamento dell'Autorità di confermare l'applicazione di un fattore correttivo.



Elettricità Futura è la principale associazione delle imprese elettriche che operano nel settore dell'energia elettrica in Italia. Rappresenta e tutela produttori di energia elettrica da fonti rinnovabili e da fonti convenzionali, trader, distributori, venditori e fornitori di servizi, al fine di contribuire a creare le basi per un mercato elettrico efficiente e per rispondere alle sfide del futuro.

[www.elettricitafutura.it](http://www.elettricitafutura.it) | [info@elettricitafutura.it](mailto:info@elettricitafutura.it)

