



ASSOCIAZIONE ITALIANA DI GROSSISTI DI ENERGIA E TRADER

*Spett.le Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico
Direzione Infrastrutture, Unbundling e Certificazione*

*Piazza Cavour 5
20121 Milano*

Milano, 20 Novembre 2015

Osservazioni al DCO 509/2015/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 - Orientamenti finali"

Obiettivo e tempistiche

Condividiamo la necessità di rendere maggiormente prevedibile il tasso di remunerazione del capitale investito nelle attività regolate tuttavia, soprattutto per quanto riguarda i settori regolati gas, rispetto ai quali il periodo regolatorio non è come noto in chiusura, **riteniamo inopportuni cambi "in corsa" delle regole vigenti**. Potrebbe ben esser positivo uniformare gradualmente il WACC per tutti i settori e legarlo a rendimenti risk free efficaci, eliminando il più possibile la discrezionalità di aggiornamento e modifica, tuttavia **le modalità proposte nel DCO rischiano al contrario proprio di aumentare l'incertezza, qualora a indicatori consolidati dei mercati finanziari si sostituissero ipotesi in parte solo abbozzate**.

Ribadiamo inoltre che **remunerazioni eccessivamente alte comportano fenomeni di sovrainvestimento a discapito dell'economicità del servizio, ma anche il rischio di sussidi incrociati tra attività monopolistiche regolate e attività in concorrenza sul mercato, sussidi incrociati che causerebbero un forte svantaggio competitivo per le società non verticalmente integrate**.

Dato che il DCO proporrebbe che il **WACC sia espresso in valore reale, riteniamo inoltre opportuno chiedere adeguati chiarimenti in merito ad una tale scelta**. Da questa discenderebbe infatti anche tra l'altro una maggior complicazione nei calcoli del risk-free rate, costringendo a definire anche un tasso di inflazione da scorporare al tasso nominale. E, data la concreta possibilità che da un tale scorporo emerga un tasso reale negativo, rileviamo come il DCO proporrebbe inoltre un'anomala apposizione di un floor.

Equity

Non riteniamo corretto basare il benchmark per il rischio mercato dell'equity su un secolo di storia. Inoltre segnaliamo come **il rischio paese emerga già chiaramente dai tassi dei rispettivi treasury bond europei, quindi non vediamo la necessità di definirne uno ex novo fondato su benchmark meno espliciti**.

La proposta indicata dal DCO sarebbe quella di utilizzare un tasso risk-free nominale basato sulla



ASSOCIAZIONE ITALIANA DI GROSSISTI DI ENERGIA E TRADER

media dei tassi di rendimento dei titoli di stato emessi da Germania, Paesi Bassi, Francia e Belgio nel periodo 1° ottobre 2014 - 30 settembre 2015 e di scorporare poi dal tasso nominale il tasso di inflazione (riferendosi alla media dei tassi swap indicizzati all'inflazione a dieci anni per il medesimo periodo) per avere il tasso reale. Si intenderebbe inoltre apporre un floor (0,5%) per sostenere comunque il tasso sopra lo zero pur di non veder calare la remunerazione dei soggetti monopolisti regolati.

A nostro avviso nessun floor ai tassi riconosciuti ai fini delle tariffe è accettabile, in quanto andrebbe a distorcere proprio quei segnali di mercato cui si vorrebbe invece fare riferimento.

Qualora comunque si ritenga di confermare una tale impostazione, sarebbe allora però **imprescindibile introdurre anche un parallelo tetto, che renda nullo il rischio del consumatore rispetto ai tassi a termine attesi, o che in alternativa il prezzo di una simile significativa garanzia unilaterale riconosciuta a spese dei consumatori energetici italiani gli venga almeno esplicitamente restituito con la previsione di tassi più bassi di quelli del mercato.**

Debt

Lo spread rispetto al tasso risk-free, trattandosi in questo caso di una remunerazione di capitale finanziario e non di rischio, deve **tener conto soltanto del livello assai limitato di rischio di fallimento del debitore, rischio che, secondo la stessa relazione tecnica alla previa Delibera 199/11 è peraltro ovviamente assai limitato proprio sulle attività monopolistiche regolate.**

Ricordiamo infine che il **tener conto della stratificazione temporale del debito effettivo introdurrebbe un ulteriore rischio di moral hazard nei comportamenti, modificando la remunerazione sulla base di scelte societarie di ottimizzazione finanziaria i cui eventuali errori non possono e non devono essere pagati dal consumatore.**

Una tale innovazione inoltre, se inaugurata in un periodo come quello attuale di tassi palesemente decrescenti, produrrebbe nel breve/medio periodo il sicuro effetto di perdite per i consumatori di energia.

Nella quantificazione del Country Risk Premium il DCO stimerebbe infine tale valore come differenza tra i rendimenti delle obbligazioni emesse da utility italiane e utility di paesi esteri con rating elevato. **Riteniamo in tal senso opportuno che la lista delle imprese estere sia nota:** il confronto può aver infatti senso solo se basato su un elenco di società estere con caratteristiche analoghe a quelle locali, se non per il fatto di operare in un contesto economico e politico diverso.

Restando comunque come sempre a piena disposizione per qualsiasi chiarimento nonché futura occasione di confronto in merito, rinnoviamo tutti i nostri migliori saluti.


Paolo Ghislandi