



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, 31 Luglio 2015

Osservazioni al DCO 275/2015/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 iniziali."

Ringraziando per quest'ulteriore opportunità di confronto sul tema, ad integrazione di quanto già a suo tempo segnalato in risposta alla Parte IV del suddetto DCO 275/2015/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 iniziali.", desideriamo sottoporvi quanto segue.

Pur concordando con la necessità di rendere maggiormente prevedibile il tasso di remunerazione del capitale investito nelle attività regolate, **non cogliamo la necessità di modifiche strutturali di applicazione già a breve**, a maggior ragione se di fatto **risultanti in artificiose riduzioni dell'auspicata internalizzazione degli attuali bassi tassi di mercato nelle tariffe**. Soprattutto per quanto riguarda i settori regolati gas, rispetto ai quali il periodo regolatorio non è in chiusura come per l'elettrico, ribadiamo quindi quanto inopportuni e destabilizzanti possano essere cambi in corsa nelle relative regole.

Remunerazioni eccessivamente alte comporterebbero infatti non solo fenomeni di sovra-investimento a discapito dell'economicità del servizio (come già peraltro paventato dal Documento stesso), **ma addirittura il rischio di sussidi incrociati (ad esempio tra distribuzione e vendita) che causerebbero un forte svantaggio competitivo per le società non verticalmente integrate. Condizione che potrebbe addirittura portare all'uscita dal mercato delle società che non riuscissero a far fronte a tale svantaggio competitivo.**

Più nel dettaglio riteniamo opportuno segnalare che, **con riferimento alla remunerazione dell'equity:**

- Il rischio-Paese, anche post *quantitative easing*, emerge già chiaramente dai tassi dei rispettivi *treasury bond* europei, che hanno infatti mantenuto tra di loro spread significativi, quindi **non comprendiamo la necessità di definirne uno ex novo, per di più in assenza di benchmark altrettanto espliciti;**
- **Nessun floor ai tassi riconosciuti ai fini delle tariffe è accettabile** (a meno che non ci sia anche



ASSOCIAZIONE ITALIANA DI GROSSISTI DI ENERGIA E TRADER

un *ceiling* che renda nullo il rischio del consumatore rispetto ai tassi a termine attesi, o che il prezzo di una simile garanzia unilaterale a spese dei consumatori venga esplicitamente restituito con tassi più bassi del mercato);

- **Non riteniamo corretto basare il *benchmark* per il rischio mercato dell'*equity* su un secolo di storia, a maggior ragione perché lo stesso documento afferma che le discontinuità del contesto rendono i tassi del passato poco significativi.**

In merito alla remunerazione del *debt*:

- Lo *spread* rispetto al *free risk*, trattandosi di remunerazione di capitale finanziario e non di rischio, deve legarsi al solo tener conto del livello assai limitato di rischio di fallimento del debitore, il quale secondo la stessa relazione tecnica 199/11 dell'Autorità è assai limitato sulle attività regolate.

- **Tener conto della stratificazione temporale del debito effettivo introduce un *moral hazard*, modificando la remunerazione sulla base di scelte societarie di ottimizzazione finanziaria i cui errori eventuali non possono dover essere pagati dal consumatore. Tale innovazione, inoltre, se inaugurata in un periodo di tassi decrescenti produce nel breve/medio periodo un effetto di sicura perdita per il consumatore di energia.**

In generale, il **principio imprescindibile resta quello della trasparenza e certezza del calcolo attraverso la fissazione di parametri di aggiornamento chiari e non discrezionali.**

Uniformare il WACC per tutti i settori e legarlo a rendimenti risk free sensati, eliminando il più possibile la discrezionalità di aggiornamento e modifica è positivo, tuttavia concretamente le modalità proposte nel DCO rischiano di aumentare l'incertezza nella misura in cui a indicatori consolidati dei mercati finanziari si sostituissero ipotesi in parte solo abbozzate, (ne è un esempio la modalità ipotizzata per la determinazione del rischio-paese).

Da un lato il valore della remunerazione dev'essere sufficiente a dare il corretto incentivo agli investimenti necessari alle reti e alle infrastrutture sottese al buon funzionamento dei mercati, dall'altro una sua sovrastima rispetto agli indicatori di mercato genererebbe uno spiazzamento ai danni delle attività di mercato già gravemente a corto di capitali, con danni al consumatore finale.

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