

AATO 2 LAZIO CENTRALE ROMA

L'ABROGAZIONE REFERENDARIA (QUESITO 2): LA COMPONENTE COSTO DELLA REMUNERAZIONE DEL CAPITALE DA DEBITO

Ecoter S.r.l

Roma, Aprile 2012

INDICE

1.	L'OGGETTO DELL'INCARICO	1
2.	IL CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO.....	2
2.1.	Prima del referendum abrogativo	2
2.2.	Il referendum abrogativo	3
2.3.	La situazione dopo il referendum abrogativo.....	5
3.	IL CONTESTO SOCIO-ECONOMICO E DEL MERCATO DEI CAPITALI.....	6
3.1.	I conti economici del sistema Italia	6
3.2.	La politica di rientro in corso di attuazione	9
3.3.	Il sistema del credito nell'attuale fase economica finanziaria	12
4.	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO DI REPERIMENTO DI CAPITALE PER LA REALIZZAZIONE DI INVESTIMENTI DA PARTE DEL SOGGETTO GESTORE DEL SISTEMA IDRICO	15
4.1.	Generalità	15
4.2.	Alcune considerazioni generali sul contesto finanziario	16
4.3.	L'analisi di mercato delle condizioni per mutui di lungo periodo applicate dal sistema creditizio	18
4.4.	La determinazione dei tassi di interesse su debiti a lungo termine concessi all'ACEA ATO 2 ed all'ACEA S.p.A.	21
4.5.	Il costo di reperimento del capitale attraverso emissioni di obbligazioni	23
4.6.	Gli orientamenti dell'AEE gas per il costo del debito per la tariffa energetica	25
4.7.	L'analisi del costo per mutui finalizzati all'acquisto di abitazioni	28
5.	I LIVELLI DEI TASSI SUL CAPITALE A DEBITO DA ADOTTARE IN QUESTA FASE DI TRANSIZIONE	30
5.1.	La fase di transizione, in attesa del nuovo sistema tariffario e della retribuzione delle funzioni di regolamentazione	30
5.2.	Un quadro di sintesi dei risultati delle analisi sviluppate presso il sistema creditizio.....	30
5.3.	Ulteriori costi da sostenere per l'acquisizione di risorse finanziarie	32
6.	CONCLUSIONI.....	33
	ALLEGATI.....	36
	L'ELENCO DEI DOCUMENTI ASSUNTI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.....	36

Il rapporto è stato redatto in ambito ECOTER S.r.l. da un GdL coordinato dal Prof. Maurizio Di Palma e composto dal Dott. Renato Santelia e dal Dott. Stefano Di Palma

1. L'OGGETTO DELL'INCARICO

L'ATO 2 – Lazio Centrale Roma, con determina dirigenziale 9/12 ha affidato ad ECOTER S.r.l. – Istituto di ricerca e progettazione economica e territoriale, un servizio di consulenza consistente in:

- esame di bilanci 2010 di ACEA ATO2 S.p.A. e di ACEA S.p.A. finalizzato a determinare gli oneri finanziari e gli interessi passivi connessi agli investimenti effettuati;
- analisi di mercato per conoscere quello che potrebbe essere per ACEA ATO2 S.p.A. il costo per il reperimento di capitali per investimenti.

In questa fase transitoria che precede il necessario riassetto del sistema tariffario conseguente all'adeguamento agli esiti del referendum, tale incarico è finalizzato a formulare suggerimenti in merito alla quantificazione del costo (tasso) per il reperimento di capitale (da indebitamento) necessario per la realizzazione di nuovi investimenti, previsti dal Piano d'Ambito.

Nella analisi di mercato sviluppata con riferimento alle condizioni di mercato presenti nell'ambito del sistema creditizio si è cercato di fare riferimento all'evoluzione più recente ed ai possibili scenari che si prospettano in termini di liquidità del sistema stesso, costo della raccolta ed infine condizioni praticate sia riguardo al debito sia riguardo ad alternative modalità di acquisizione di risorse finanziarie derivanti dal mercato (nello specifico all'emissione di obbligazioni od altro).

Per dare conoscenza di quanto ad oggi tale reperimento di capitale per mutui a lungo termine è costato alle strutture di ACEA ATO2 ed ACEA S.p.A., sono stati analizzati i bilanci di dette strutture per l'arco temporale più recente (dal 2003 al 2010 per l'ACEA ATO 2 e per il 2010 per l'ACEA Spa).

La struttura del documento qui presentato, prima di dare conto delle analisi sviluppate e delle indicazioni suggerite in merito ai tassi da applicare per il costo di reperimento dei capitali da debito, contiene una rapida sintesi del contesto regolamentare e normativo prima del referendum abrogativo e la situazione che si è determinata a seguito degli esiti del referendum stesso.

Nella descrizione di tale contesto, sono stati assunti i regolamenti/norme adottati fino al referendum e le nuove regolamentazioni definite successivamente al referendum nonché pareri di esperti, del COVIRI e dell'ANEA; e precisamente sono qui richiamati i documenti realizzati che sono poi riportati nell'allegato:

- Decreto Ministeriale 1 agosto 1996: il metodo normalizzato, che prevede il riconoscimento nella tariffa della "remunerazione del capitale investito";
- Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267 e ss.mm.ii. (Testo Unico delle leggi sugli ordinamenti locali), art. 117 (tariffe dei servizi: copertura dei costi per l'equilibrio economico-finanziario dell'investimento e della connessa gestione);
- Direttiva Comunitaria 2000/60/CE (Quadro per l'azione comunitaria in materia di acqua). Art. 9 (Recupero dei costi relativi ai servizi idrici) del 23/10/2000;

- Decreto Legislativo del 3 aprile 2006 n. 152 (norme in materia ambientale) art. 170 (Norme transitorie);
- Legge n. 133 del 6/08/2008 "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, recante disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria." Articolo 23 bis "Servizi pubblici locali di rilevanza economica";
- Legge del 26 marzo 2010 n. 42 Art. 2 (comma 186 bis): soppressione delle Autorità d'ambito territoriale demandandone la riorganizzazione alla potestà legislativa regionale;
- Sentenza Corte Costituzionale n. 128 del 4 aprile 2011 con la quale viene ritenuta costituzionalmente legittima la soppressione dell'ATO;
- Associazione Nazionale Autorità ed Enti di ambito (ANEA – nota sugli effetti del referendum abrogativo del 12-13 giugno 2011 sull'organizzazione del servizio idrico integrato (20/07/2011));
- D. Legge n. 70/2011 (convertito in legge 12 luglio 2011, n. 106 - art. 10 comma 11, Istituzione Agenzia nazionale per la regolazione e la vigilanza in materia di acqua);
- Decreto del Presidente della Repubblica 18 luglio 2011, n. 116 Abrogazione parziale, a seguito di referendum popolare, del comma 1 dell'articolo 154 del decreto legislativo n. 152 del 2006, in materia di determinazione della tariffa del servizio idrico integrato in base all'adeguata remunerazione del capitale investito. in Gazzetta Ufficiale del 20 luglio 2011, n. 167;
- Parere Commissione nazionale per la vigilanza sulle risorse idriche (COVIRI) in merito al referendum abrogativo riferito alla adeguatezza della remunerazione del capitale investito, di cui all'art. 154 D.Lvo 152/06 del 12 ottobre 2011;
- Decreto Legge 6/12/2011 n. 201 (convertito in Legge 22/12/2011 n. 214). Art. 21 comma 13: Soppressione dell'Agenzia nazionale per la regolazione e vigilanza in materia di acqua. Si affida la competenza all'Ente incorporante: Autorità per l'energia elettrica e gas).

2. IL CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

2.1. PRIMA DEL REFERENDUM ABROGATIVO

A. IL CODICE DELL'AMBIENTE

Il Codice dell'Ambiente (D.Lvo 152/2006, prevede con l'articolo 154, i criteri per la determinazione della tariffa idrica: tra questi viene richiamata *"l'adeguatezza della remunerazione del capitale investito"*. Nel contesto dello stesso articolo si prevede *l'intervento regolatorio del Ministero dell'Ambiente che avrebbe dovuto definire mediante decreto la componente di costo per la determinazione della tariffa relativa ai servizi idrici per i vari settori di impiego dell'acqua*.

In assenza di detto decreto il D.Lvo 156/2006 art. 170 ha disposto, come norma transitoria, l'applicazione del Decreto ministeriale 1/8/96, che contiene tra le voci da riconoscere in tariffa la *“remunerazione del capitale investito”*.

B. LA CONVENZIONE ATO2 - ACEA

Nel contesto sopra illustrato la Convenzione stipulata tra ACEA e ATO2 (5 agosto 2002) prevede quali principi fondanti il *“programma degli interventi necessari all’adeguamento del sistema idrico accompagnato dal relativo piano finanziario”* nonché i criteri che avrebbero potuto assicurare *“il raggiungimento dell’equilibrio economico finanziario della gestione coerentemente a quanto disposto dagli art. 11 e 13 della Legge 36/94”*. Si assumeva inoltre (art. 12 della Convenzione) che l'ATO avrebbe determinato la tariffa e le sue articolazioni *“secondo le disposizioni dell’art. 13 della L. 36/94 e del Metodo normalizzato per la determinazione della tariffa di riferimento di cui al Decreto del Ministero dei LL.PP. (1 agosto 96), coerentemente alle indicazioni contenute nel Programma degli interventi e relativo Piano finanziario”*.

Veniva inoltre stabilito (sempre art. 12) che le tariffe avrebbero potuto essere modificate a seguito di: disposizioni legislative per variazioni apportate al metodo normalizzato; verifiche triennali previste dal Metodo normalizzato; significativi scostamenti tra previsioni di piano e l'andamento reale della gestione; variazioni delle previsioni di Piano che comportino l'adeguamento del Piano stesso.

Inoltre le parti (art. 11 L. 36/94) *“convergono che la quantificazione e la valutazione degli elementi e dei costi che compongono le voci necessarie alla determinazione della tariffa e le successive (eventuali) variazioni della tariffa dovranno essere effettuate con criteri idonei a garantire il raggiungimento ed il mantenimento dell’equilibrio economico e finanziario della gestione”*.

Quanto sopra richiamato – ed in particolare il vincolo dell'equilibrio economico-finanziario e per questo la tariffa da definire per coprire tutti i costi necessari alla gestione operativa del servizio ed alla realizzazione degli investimenti funzionali al servizio stesso – trova rispondenza in più disposizioni normative: **a)** art. 149 Codice dell'ambiente che pone al centro il Piano economico-finanziario ed il raggiungimento dell'equilibrio tra costi e ricavi determinati dalla gestione del servizio; **b)** l'art. 9 della Direttiva comunitaria CE 2000/06 che ribadisce il principio del recupero dei costi del servizio prestato; **c)** l'art. 117 del TU EE.LL. (D.Lvo n. 267 del 18/8/2000) che prevede *“l’equilibrio dell’economico finanziario dell’investimento e della connessa gestione”* da garantire attraverso una corretta definizione della tariffa.

2.2. IL REFERENDUM ABROGATIVO

Tra i quesiti posti all'elettore con i referendum svolti nella data del 12-13 giugno 2011, il 2° quesito riguardava la determinazione della tariffa del servizio idrico integrato in base all'adeguata remunerazione del capitale investito. Si tratta in pratica di abrogazione parziale della norma e cioè nella parte che prevede che tale importo (tariffa) includa anche la remunerazione del capitale investito dal gestore.

L'esito della valutazione ha visto prevalere la posizione degli elettori favorevoli all'abrogazione della norma; nello specifico l'abrogazione parziale della norma è stata promulgata con DPR del 18 luglio 2011 n. 116.

Va tuttavia rilevato che l'art. 154 T.U. sull'Ambiente non ha ancora trovato applicazione; nel passato era stata di fatto applicata la norma transitoria che rimandava al D.M. del 1 agosto 1996 (Metodo normalizzato).

La normativa attuale prevede allo stato l'iter di definizione delle competenze:

- l'Autorità per l'EE e Gas, dovrà definire il metodo tariffario;
- il Ministero Ambiente dovrà predisporre il Decreto di trasferimento delle funzioni;
- alle Autorità di ambito competerà la definizione operativa delle tariffe.

L'abrogazione parziale della norma (eliminazione dalle componenti della tariffa del criterio "adeguatezza" della remunerazione del capitale investito) "è destinata a non incidere, come sostiene il parere dell'Avv. Cardì, sull'esercizio del potere amministrativo di determinazione della nuova tariffa, secondo le sequenze procedurali sopra descritte".

D'altra parte sostiene sempre Cardì, *"la Corte Costituzionale, in caso di accoglimento del quesito" precisava che "non si sarebbe prodotto un vuoto legislativo residuando una norma immediatamente applicabile". Cardì da tale indicazione ne fa derivare "che l'esito della consultazione non può essere trasferito tout court alla tariffa applicata in forza della vigente convenzione (ATO2 – ACEA) divenendo invece un vincolo della nuova procedura di determinazione della tariffa".*

D'altra parte la convenzione in questione prevede che variazioni della tariffa possono essere introdotte solo in presenza di variazioni di metodo o più significativamente scostamenti registrati per l'andamento reale del processo gestionale rispetto alla previsione di piano.

Il metodo normalizzato non è stato direttamente interessato dalla consultazione; tuttavia va tenuto presente che detto metodo, applicato transitoriamente, prevede in misura fissa e predeterminata *"la componente per la remunerazione del capitale"* ovvero la voce della tariffa cancellata a seguito della consultazione ed *"abrogazione referendaria delle componenti a regime delle tariffe"*.

Appare dunque necessario, verificare come inserire l'effetto dell'abrogazione referendaria, sulla tariffa del metodo normalizzato che comprende come già rilevato la *"componente della remunerazione del capitale investito"*.

E cioè come possa essere definito e cosa comprenda detta remunerazione. E precisamente va tenuto presente che:

- tale remunerazione non comprende solo il profitto dell'impresa che gestisce il servizio;
- per contro ricomprende il costo del capitale necessario al finanziamento degli investimenti (oneri finanziari e interessi passivi);
- la norma (art. 154) prevede che si debba coprire la piena copertura dei costi;
- la remunerazione del capitale investito (al netto del profitto di impresa) rappresenta un costo derivante dalla gestione per tutti gli investimenti realizzati (oneri finanziari di reperimento del capitale) e come tale deve essere considerato nel realizzare l'equilibrio tra costi e ricavi.

Da qui l'esigenza di differenziare ciò che rappresenta un costo da mantenere in tariffa e ciò che può essere assunto quale utile di impresa, da eliminare nella determinazione tariffaria.

Nel caso specifico, nel metodo normalizzato il predetto tasso di remunerazione del capitale, fissato forfettariamente pari al 7%, ricomprende anche la quota di utile. O meglio una quota di detto 7% è rappresentata dagli oneri sostenuti dall'operatore/gestore per la realizzazione degli investimenti (oneri finanziari di reperimento del capitale e interessi passivi).

Una tale indicazione, viene assunta nel parere del COVIRI e ripresa dall'ANEA, e precisamente *“la remunerazione del 7% del capitale investito di cui al citato art. 3.3. del metodo, non si sostanzia, sic et simpliciter, in un utile secco del gestore, bensì comprende voci di costo, quali gli oneri finanziari e gli interessi passivi, che non rientrando nell'elenco positivo dei costi operativi ammissibili a tariffa previsti dall'art. 3 del metodo stesso, trovano la loro copertura in quel 7% e nel recupero di efficienza sui costi operativi della gestione.*

Conseguentemente, la novità introdotta dall'esito referendario impatta sui principi della copertura integrale dei costi di investimento e di esercizio, anch'esso enunciato sia dall'art. 154 del D. lgs 152/2006 che dalla direttiva comunitaria 2000/06, nonché dell'equilibrio economico finanziario del piano d'ambito, previsto dall'art. 149 del D. lgs 152/2006.

“Si impone pertanto un intervento che miri a ripristinare le imprescindibili condizioni di osservanza della normativa (art. 154 del D.Lvo 152/2006)”.

2.3. LA SITUAZIONE DOPO IL REFERENDUM ABROGATIVO

Si è detto che il Referendum abrogativo, dovrà incidere sui criteri e modalità di applicazione della nuova tariffa da applicare da parte degli ATO a seguito di determinazione dell'Autorità per l'EE e Gas e di Decreto del Ministero dell'Ambiente.

In attesa dell'emanazione di detto decreto che riprenda quanto definito dall'Autorità EE e Gas, si deve stabilire come operare nella fase transitoria.

Si ritiene (dal parere Cardi, parere COVIRI, indicazione ANEA) che in tale fase si possa operare in base alle seguenti assunzioni:

- la tariffa del metodo normalizzato **per gli investimenti effettuati o in corso di attuazione previsti dal Piano degli interventi** non deve subire alcuna variazione, dal momento che è a base della convivenza tra ATO2 e ACEA;
- la tariffa da applicare con riferimento al metodo normalizzato **per i nuovi investimenti** dovrà considerare i soli oneri finanziari e interessi passivi connessi al reperimento delle risorse finanziarie (capitale a debito) necessarie per la realizzazione degli investimenti ancora da avviare.

Si tratta pertanto in tale fattispecie di definire e quantificare alle attuali condizioni del mercato dei capitali e cioè alle condizioni dettate dal sistema creditizio nell'erogazione di mutui al sistema degli operatori responsabili della gestione di risorse idriche, il prevedibile costo di dette operazioni. E cioè **il costo del debito, definito come il tasso che**

l'azienda (soggetto gestore) nelle attuali condizioni di mercato debba sostenere per ottenere un nuovo finanziamento a medio/lungo termine.

La letteratura al riguardo ha ipotizzato e motivato la possibilità di fare riferimento ad alternative soluzioni; tra queste possono essere ricordate:

- l'applicazione del tasso di finanziamento ottenuto dallo stesso gestore nel recente passato nell'ottenimento di mutui da parte del sistema creditizio per coprire il fabbisogno di risorse finanziarie per la realizzazione di investimenti previsti dal Piano;
- la simulazione di un *rating* che il soggetto gestore potrebbe ottenere in considerazione della sua situazione economica finanziaria ed anche in base a previsioni dell'evoluzione del mercato¹;
- la definizione di un tasso di mercato, attraverso interviste a testimoni privilegiati del sistema creditizio, per valutare condizioni applicate in presenza di strutture di gestione con caratteristiche analoghe (ampie dimensioni di impresa; impresa ad elevata capitalizzazione; rating non tra i più positivi; prestito a media-lunga scadenza; soggetti/gestori operanti nel settore idrico);
- verificare il costo del debito acquisito attraverso emissione di un prestito obbligazionario a media- lunga scadenza;
- la verifica dell'evoluzione dei tassi applicati sui mutui immobiliari degli istituti di credito, quale credito erogato a lungo termine in un comparto settoriale di natura diversa ma simile in termine di durata del mutuo.

3. IL CONTESTO SOCIO-ECONOMICO E DEL MERCATO DEI CAPITALI

Nell'ambito dell'incarico/consulenza da sviluppare si è ritenuto opportuno sviluppare alcune considerazioni sulla evoluzione di breve periodo della situazione economica del paese al fine di fornire qualche elemento utile per comprendere la situazione che caratterizza il mercato dei crediti.

3.1. I CONTI ECONOMICI DEL SISTEMA ITALIA

Sul quadro congiunturale dell'economia italiana pesano il rallentamento del commercio mondiale e l'aggravarsi della crisi del debito sovrano, che ha spinto al rialzo i costi di finanziamento, nonché l'effetto sul reddito disponibile delle manovre correttive di finanza pubblica, che tuttavia hanno evitato conseguenze più gravi sull'economia reale. Nel terzo trimestre del 2011 il PIL dell'Italia è sceso dello 0,2 per cento sul periodo precedente

¹ "I modelli di "simulazione del *rating*" tendono ad individuare il tasso del capitale preso a debito come somma del tasso *risk free* e dello *spread* applicabile all'azienda, determinato sulla base della solidità creditizia: maggiore è quest'ultima, minore sarà lo *spread* applicato. Generalmente, un parametro rilevante è rappresentato dall'indice di tensione finanziaria, Ebit/oneri finanziari, per il quale si rimanda al documento informativo della funzione "Analisi per indici di bilancio" dello strumento. Analisi di bilancio offerto da analisiaziendale.it. L'indice in oggetto esprime la capacità di sostenibilità degli oneri finanziari, intesa come unità di reddito a disposizione a fronte di un'unità di onere finanziario. A parità di indicatore, si utilizza uno *spread* diverso quando si valuta una grande azienda od una Pmi. Segnaliamo che come tasso di base si può utilizzare l'Euribor a sei mesi, oppure il *Prime rate* ABI (purché dedotto dello *spread* per le aziende AAA)" da Andrea Camanzi.

(Tavola 1), segnando la prima flessione dall'inizio del 2010. La dinamica del prodotto ha risentito della debolezza della domanda interna, in presenza di un calo dei consumi delle famiglie (-0,2 per cento) e degli investimenti (-0,8 per cento). L'interscambio con l'estero ha continuato a sostenere la dinamica del PIL, per circa 0,8 punti percentuali le esportazioni sono cresciute dell'1,6 per cento sul periodo precedente; le importazioni, in connessione con l'indebolimento della domanda interna, sono ulteriormente diminuite (-1,1 per cento). La variazione delle scorte ha sottratto circa mezzo punto percentuale alla dinamica del prodotto.

Tavola 1 PIL e principali componenti
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2010	2010	2011		
	4° trim.	(1)	1° trim.	2° trim.	3° trim.
PIL	...	1,5	0,1	0,3	-0,2
Importazioni totali	4,1	12,7	-2,6	-1,2	-1,1
Domanda nazionale (2)	0,4	1,7	-0,7	-0,3	-0,9
Consumi nazionali	...	0,6	0,1	0,1	-0,3
spesa delle famiglie	0,1	1,0	...	0,1	-0,2
altre spese (3)	-0,4	-0,5	0,4	...	-0,6
Investimenti fissi lordi	-0,8	2,4	-0,5	0,1	-0,8
costruzioni	-0,6	-4,0	-0,4	-1,1	-1,2
altri beni di investimento	-0,9	10,2	-0,6	1,3	-0,5
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	0,5	0,7	-0,8	-0,4	-0,5
Esportazioni totali	2,7	12,2	0,4	1,0	1,6

Fonte: Banca d'Italia; (1) Dati non corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include la variazione delle scorte e oggetti di valore. – (3) Spesa delle amministrazioni pubbliche e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

In autunno il quadro congiunturale è peggiorato. La produzione industriale avrebbe subito nella media del quarto trimestre il calo più consistente dalla primavera del 2009 (nell'ordine del 3 per cento sul periodo precedente). Si sono accentuate le opinioni negative delle imprese sugli andamenti a breve termine dell'attività. Secondo le stime prodotte dalla Banca d'Italia il PIL sarebbe diminuito nel trimestre di circa mezzo punto percentuale.

Gli indicatori confermano la debolezza della domanda interna, come riflesso di quella del reddito disponibile delle famiglie. Le vendite all'estero continuano invece a sostenere la crescita, anche se risentono del rallentamento del commercio mondiale.

L'inflazione a dicembre misurata sui dodici mesi precedenti ha raggiunto quota 3,3%, mentre le previsioni per il 2012 si attestano intorno al 2,3%.

L'attività industriale si è indebolita nell'ultimo trimestre del 2011; sono peggiorati i giudizi delle imprese sul quadro congiunturale e sulle prospettive a breve termine. La redditività operativa delle aziende è rimasta invariata e si è ridotto l'autofinanziamento. Le condizioni finanziarie delle imprese hanno risentito delle tensioni sui mercati finanziari e della

debolezza della domanda; sono aumentate le difficoltà di accesso al credito bancario e risultano elevate le tensioni sul fronte della liquidità.

In novembre l'indice della produzione industriale ha registrato un incremento appena positivo (0,3 per cento sul periodo precedente); nella media del quarto trimestre del 2011, in base sempre alle stime della Banca d'Italia, per il mese di dicembre, l'attività manifatturiera sarebbe diminuita di circa il 3 per cento. La flessione recente ha riguardato tutti i principali comparti industriali; la produzione di beni di consumo ha proseguito la tendenza negativa in atto da più di un anno.

I giudizi delle imprese sulle prospettive a breve termine sono sfavorevoli. In base ai risultati dell'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore, circa tre quarti delle aziende segnalano un peggioramento della situazione economica rispetto al trimestre precedente (63 per cento nella rilevazione di settembre); oltre la metà degli intervistati non prevede un miglioramento nel primo trimestre di quest'anno. Risultano più favorevoli i giudizi sull'andamento della domanda estera.

Nei mesi finali del 2011 il clima di fiducia dei consumatori si è deteriorato; i consumi hanno risentito della debolezza del reddito disponibile e del pessimismo sulle prospettive del mercato del lavoro. I consumi delle famiglie sono calati dello 0,2 per cento nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente, dopo tre trimestri di sostanziale ristagno.

Le esportazioni italiane di beni e servizi in volume sono aumentate nel terzo trimestre del 2011, mentre sono diminuite le importazioni. Continua la tendenza alla riduzione del disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti. Le tensioni sui debiti sovrani dell'area dell'euro hanno provocato forti disinvestimenti di titoli di Stato italiani e una significativa riduzione delle passività bancarie verso l'estero.

Nel terzo trimestre del 2011 le esportazioni sono aumentate dell'1,6 per cento rispetto al periodo precedente, ritmo superiore a quello registrato nel secondo trimestre (1,0 per cento); i tassi di crescita sono stati quasi identici per beni e servizi. In base ai dati di commercio estero, l'aumento delle esportazioni in volume è stato lievemente più elevato verso i paesi dell'Unione europea (UE), in particolare Francia e Germania; tra i mercati esterni all'area il contributo maggiore è venuto dalla Svizzera. I settori della farmaceutica, dei metalli, dell'elettronica e della meccanica hanno registrato i più alti tassi di incremento. Nei servizi il comparto dei trasporti ha fornito un significativo contributo alla crescita delle vendite all'estero.

Il recupero dell'occupazione, iniziato nel quarto trimestre del 2010, si è arrestato negli ultimi mesi dello scorso anno: i dati provvisori relativi ai mesi di ottobre e novembre segnalano un calo degli occupati rispetto al mese precedente e una ripresa del tasso di disoccupazione, che tra i più giovani ha raggiunto valori molto elevati. Anche se continua a ridursi il ricorso alla Cassa integrazione, peggiorano le aspettative occupazionali delle imprese. Le retribuzioni calano in termini reali, anche per il blocco delle retribuzioni pubbliche.

Nel 2011 il fabbisogno del settore statale è sceso al 3,9 per cento del PIL, dal 4,3 del 2010. Sulla base delle informazioni disponibili, si può valutare che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si sia anch'esso ridotto rispetto al livello del 2010 (4,6 per cento del PIL), collocandosi in prossimità della stima indicata nella Relazione al Parlamento 2011 diffusa dal Governo lo scorso 4 dicembre (3,8 per cento). Il risultato rifletterebbe il calo dell'incidenza sul PIL della spesa complessiva, nonostante l'aumento

degli oneri per interessi, a fronte di una sostanziale stabilità del peso sul prodotto delle entrate. L'incidenza del debito sul PIL sarebbe aumentata nell'ordine di 1,5 punti percentuali, in misura inferiore rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro. Negli ultimi sei mesi sono state approvate tre manovre di bilancio che consentiranno una significativa correzione dei conti pubblici nel prossimo triennio. Nelle stime ufficiali i loro effetti sul disavanzo sono pari a 3,0 punti percentuali del PIL nel 2012 e a 4,7 punti in media l'anno nel biennio 2013-14. Gli interventi sulle spese contribuiscono per 1,6 punti percentuali nel 2014; risparmi significativi derivano dalle misure in materia previdenziale, i cui effetti si esplicheranno pienamente su un arco temporale più ampio.

Lo scorso dicembre il Governo ha rivisto la stima dell'indebitamento netto per il 2011 al 3,8 per cento del prodotto (4,6 per cento nel 2010), in lieve miglioramento rispetto alle valutazioni della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011 (3,9 per cento).

Il Governo ha inoltre aggiornato per il triennio 2012-14 il quadro previsivo macroeconomico e le stime degli andamenti di finanza pubblica basate sulla legislazione vigente precedente alla manovra di dicembre. Il nuovo quadro macroeconomico, delinea una flessione del prodotto di 0,4 punti percentuali nel 2012, l'indebitamento netto scenderebbe al 2,5 per cento del PIL nel 2012, all'1,3 nel 2013 e all'1,1 nel 2014; le previsioni di settembre indicavano una riduzione del disavanzo dall'1,6 per cento nel 2012 a un sostanziale pareggio di bilancio nel 2013 e un leggero avanzo nel 2014. Nelle stime del Governo la manovra varata lo scorso dicembre consentirà il raggiungimento del pareggio di bilancio nel 2013; essa apporta una correzione dell'indebitamento netto pari a 1,3 punti percentuali del prodotto in ciascun anno del triennio 2012-14 (cfr. 3.2).

3.2. LA POLITICA DI RIENTRO IN CORSO DI ATTUAZIONE

Il drastico peggioramento delle condizioni di finanziamento del debito pubblico ha reso necessario un ulteriore intervento di correzione dei conti pubblici per gli anni 2012-14, il terzo a partire dal mese di luglio. La manovra, varata dal Consiglio dei ministri lo scorso 4 dicembre (decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito nella legge 22 dicembre 2011, n. 214), mira a riequilibrare stabilmente i conti pubblici e a rispettare l'impegno, assunto in ambito europeo, di conseguire il pareggio di bilancio nel 2013.

Secondo le valutazioni ufficiali, la manovra reperisce risorse per 32,1 miliardi nel 2012, 34,8 nel 2013 e 36,7 nel 2014; tali risorse sono destinate a correggere l'indebitamento netto per oltre 20 miliardi (1,3 punti percentuali del PIL) in ciascun anno del prossimo triennio, a finanziare un pacchetto di interventi a favore della crescita e a ridurre il contributo al contenimento del disavanzo che dovrà derivare dalla riforma fiscale e assistenziale. Gli aumenti delle entrate (che decrescono da 19,4 miliardi nel 2012 a 14,9 nel 2014) contribuiscono alla correzione dell'indebitamento netto per oltre due terzi; i crescenti risparmi di spesa (da 0,9 miliardi nel 2012 a 6,5 nel 2014) sono da ricondurre principalmente alle misure in materia previdenziale. Le manovre della scorsa estate e la legge di stabilità per il 2012 avevano già determinato una correzione pari a 28,6 miliardi nel 2012, 54,4 nel 2013 e 59,9 nel 2014. Nel complesso, le misure varate a partire dallo scorso luglio dovrebbero ridurre il disavanzo di 3,0 punti percentuali del PIL nel 2012 e di 4,7 punti in media l'anno nel biennio 2013-14.

La manovra di dicembre elimina inoltre le incertezze relative alle modalità di attuazione della clausola di salvaguardia connessa con la legge delega sulla riforma fiscale e assistenziale e definisce alcune misure di contrasto all'evasione fiscale, tra le quali la

riduzione della soglia massima per l'utilizzo del contante. A queste misure, prudenzialmente, non si attribuiscono effetti positivi in termini di gettito. Nel provvedimento sono infine inclusi ulteriori interventi mirati a promuovere la crescita dell'economia, che hanno effetti sui conti pubblici trascurabili o non quantificati, quali misure di liberalizzazione in alcuni comparti (esercizi commerciali e trasporti), interventi a sostegno dell'innovazione e per facilitare la realizzazione di infrastrutture, disposizioni per la stabilità del sistema creditizio.

Il decreto determina maggiori entrate per 26,6 miliardi in media l'anno nel triennio 2012-14. Quasi metà dell'incremento deriva dalla tassazione immobiliare: la manovra anticipa dal 2014 al 2012 l'entrata in vigore dell'imposta municipale propria, istituita dal decreto legislativo sul federalismo fiscale municipale (D.lgs. 14 marzo 2011, n. 23), e ne amplia significativamente la base imponibile, includendo le abitazioni principali e prevedendo, quale base di calcolo, le rendite catastali rivalutate². Tra le principali misure si annoverano inoltre l'inasprimento delle accise, l'aumento dell'aliquota base dell'addizionale regionale all'Irpef e le modifiche all'imposta di bollo, che viene estesa ai prodotti finanziari non soggetti a deposito titoli. Vengono inoltre introdotte imposte sul valore dei beni immobili e degli strumenti finanziari detenuti all'estero, nonché sulle attività finanziarie regolarizzate a seguito di precedenti provvedimenti di favore fiscale (cosiddette attività scudate). Infine, vengono incrementate le aliquote contributive dei lavoratori autonomi ed è aumentato il contributo di solidarietà per le pensioni superiori a 200.000 euro (portato dal 10 al 15 per cento per la quota eccedente tale soglia).

Parte delle risorse reperite con il decreto (4,0 miliardi nel 2012, 2,9 nel 2013 e 3,6 nel 2014) permettono di ridurre, a parità di saldi, il gettito atteso dall'esercizio della delega sulla riforma fiscale e assistenziale (quest'ultimo si azzera nel 2012 e diviene pari a 13,1 miliardi nel 2013 e 16,4 nel 2014). Buona parte delle risorse relative al 2012 (3,3 miliardi dei 4,0 menzionati) deriva dall'aumento di due punti percentuali dell'aliquota intermedia e di quella ordinaria dell'IVA (rispettivamente al 12 e al 23 per cento) dal prossimo mese di ottobre. La clausola di salvaguardia viene ridefinita: l'aumento delle aliquote dell'IVA diverrà permanente e sarà seguito da un ulteriore incremento di mezzo punto nel 2014 se entro il mese di settembre 2012 non entreranno in vigore provvedimenti di attuazione della delega o modifiche ai sistemi di esenzione e agevolazione fiscale tali da produrre il gettito atteso dalla delega.

Escludendo la ridefinizione degli effetti della delega, la manovra determina minori entrate per 3,3 miliardi nel 2012, 7,0 nel 2013 e 8,0 nel 2014, principalmente per effetto dell'introduzione di sgravi fiscali in favore delle imprese. Vengono previste la deducibilità del rendimento normale del nuovo capitale di rischio secondo il modello dell'*allowance for corporate equity* (ACE) e la totale deducibilità ai fini delle imposte sui redditi dell'IRAP relativa alle spese per il personale dipendente; è inoltre aumentato l'importo della deduzione dalla base imponibile dell'IRAP prevista per l'assunzione a tempo indeterminato di specifiche categorie di lavoratori (donne e giovani).

Le riduzioni di spesa riguardano principalmente le pensioni e i trasferimenti agli enti territoriali. Sono invece trascurabili i risparmi attesi dalle misure volte a ridurre il costo di

² Il regime fiscale rimane comunque differenziato, prevedendo un'aliquota minore (0,4 contro 0,76 per cento) per le abitazioni principali, cui si aggiungono una detrazione minima e un'ulteriore detrazione che tiene conto della composizione del nucleo familiare.

funzionamento di alcuni enti pubblici e dalla riforma dell'assetto istituzionale delle Province (rinviata alla fine del 2012).

Tavola 2 Effetti complessivi sull'indebitamento netto delle recenti manovre di bilancio

(milioni di euro)

	2012	2013 - 2014	
Manovre di bilancio estive e legge di stabilità 2012			
59.891	-28.593	-54.423	-
<i>in % del PIL</i>	-1,8	-3,3	-3,5
<i>DL 98/2011 (convertito dalla L. 15 luglio 2011, n. 111)</i>			
-47.973	-5.578	-24.406	
<i>DL 138/2011 (convertito dalla L. 14 settembre 2011, n. 148)</i>			
-11.822	-22.698	-29.859	
<i>Legge di stabilità 2012 (L. 12 novembre 2011, n. 183)</i>			
	-318	-158	-97
Entrate	20.822	35.224	
	38.823		
Spese	-7.771	-19.199	
-21.069			
Manovra di bilancio di dicembre (1)	-20.245	-21.320	
-21.430			
<i>in % del PIL</i>	-1,3	-1,3	-1,3
Entrate	19.366	16.962	
	14.891		
Spese	-879	-4.358	
	-6.540		
Effetto sull'indebitamento netto	-48.838	-75.743	-
81.322			
<i>in % del PIL</i>	-3,0	-4,6	-4,8
Entrate	40.188	52.186	
Spese	53.713		
-27.608			
Per memoria:	-8.651	-23.557	-
<i>PIL (Relazione al Parlamento 2011)</i>	1.612.279	1.648.533	
	1.693.748		

Fonte: Elaborazioni su valutazioni ufficiali della Ragioneria generale dello Stato e sulla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011. (1) DL 6 dicembre 2011, n. 201 (convertito dalla L. 22 dicembre 2011, n. 214).

La riforma della previdenza estende, a partire dal 2012, il metodo di calcolo contributivo della pensione su base pro-rata a tutti i lavoratori. Vengono inoltre rivisti i criteri per l'accesso al pensionamento: con riferimento alla pensione di vecchiaia, viene anticipato al 2012 il graduale innalzamento dell'età pensionabile delle lavoratrici del settore privato fino a raggiungere il completo allineamento con gli altri lavoratori nel 2018 (in quell'anno il requisito anagrafico sarà per tutti pari a 66 anni, a cui si aggiungeranno i possibili incrementi legati all'aumento dell'aspettativa di vita); riguardo alle pensioni di anzianità, viene abolito il sistema delle quote, sono inaspriti i requisiti contributivi per accedere al trattamento a prescindere dall'età (a partire dal 2013 anche questi requisiti vengono adeguati alla variazione della speranza di vita) ed è introdotta una penalizzazione in caso di pensionamento prima dei 62 anni di età. Vengono eliminate le cosiddette finestre di uscita a fronte di un corrispondente aumento dei requisiti per la maturazione del diritto alla

pensione. Si stabilisce inoltre la sospensione dell'indicizzazione dei trattamenti pensionistici superiori a tre volte il livello minimo nel biennio 2012-13 (con risparmi netti di 3,1 miliardi dal 2013).

Nel provvedimento sono incluse anche alcune misure che aumentano le spese: sono accresciute le dotazioni finanziarie dei fondi per gli interventi per lo sviluppo e per il trasporto locale e si prevedono maggiori trasferimenti al settore dell'autotrasporto a compensazione dell'inasprimento delle accise sui carburanti.

In un contesto caratterizzato da forti tensioni sui mercati finanziari e da crescenti difficoltà di raccolta, il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 ha introdotto alcune misure per la stabilità del sistema creditizio italiano. Il decreto prevede, infatti, che il ministero dell'Economia e delle finanze possa concedere, fino al 30 giugno 2012, la garanzia dello Stato su passività delle banche italiane di nuova emissione; l'obiettivo del provvedimento è di contenere le difficoltà di raccolta delle banche e sostenere, così, la loro capacità di finanziamento dell'economia.

3.3. IL SISTEMA DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA FINANZIARIA

Con riferimento alla situazione di crisi che ancora caratterizza il sistema economico produttivo del nostro Paese sono qui riprese alcune considerazioni contenute nei documenti ufficiali per quanto concerne la situazione che caratterizza il sistema di credito (mercato dei prestiti di lungo periodo).

Le tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani hanno inciso negativamente sulla capacità di raccolta delle banche. Vi sono indicazioni che tali difficoltà si siano ripercosse sulle condizioni di offerta di credito all'economia; in prospettiva, potrebbero essere attenuate dall'ampio ricorso alle nuove operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Le condizioni di offerta potrebbero risentire negativamente del deterioramento della qualità del credito. La dotazione patrimoniale delle banche italiane si è ulteriormente rafforzata.

La raccolta delle banche italiane, al netto dell'interbancario interno e delle passività verso l'Eurosistema e le controparti centrali, si è ridotta dello 0,7 per cento nei dodici mesi terminanti in novembre (cresceva dello 0,6 per cento in agosto). Si è accentuata soprattutto la contrazione delle passività sull'estero (-4,3 per cento) ma anche, in minore misura, dei depositi di residenti (-0,8 per cento). A seguito delle persistenti difficoltà nei collocamenti sui mercati all'ingrosso è inoltre proseguito il rallentamento della raccolta obbligazionaria al netto della componente interbancaria (2,1 per cento).

La dinamica dei depositi rimane moderatamente positiva per quelli delle famiglie (0,7 per cento). La flessione dei depositi delle imprese (-6,1 per cento) potrebbe in parte essere connessa con il calo dei loro flussi di cassa. La flessione della raccolta è stata particolarmente accentuata per le banche di grandi dimensioni; in novembre la raccolta dei primi cinque gruppi è diminuita del 5,5 per cento sui dodici mesi, principalmente per effetto della flessione dei depositi da non residenti e dei conti correnti, a fronte di una espansione registrata per le altre banche (1,7 per cento, escludendo le filiali di intermediari esteri).

Anche grazie ai provvedimenti ultimi del governo (DL 6 dicembre 2011, n. 201), che hanno reso disponibile nuovo collaterale stanziabile, il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l'Eurosistema è notevolmente aumentato, raggiungendo circa 210 miliardi di euro alla fine di dicembre (da 85 miliardi alla fine di agosto). In dicembre, anche per effetto dell'asta a tre anni, la liquidità domandata dalle banche italiane nelle operazioni

di rifinanziamento presso l'Eurosistema è aumentata di 57 miliardi. Tali fondi sono stati per la maggior parte utilizzati sui mercati dagli intermediari che li hanno ottenuti e non riversati sulla *deposit facility*.

L'acuirsi delle tensioni sul debito sovrano ha accresciuto il costo di alcune componenti della raccolta bancaria. Fra agosto e novembre è aumentato di sette decimi di punto percentuale il rendimento sui nuovi depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno (al 3,1 per cento) ed è salito di sei decimi quello corrisposto sulle nuove emissioni di obbligazioni a tasso fisso (al 4,3 per cento). Il tasso di interesse corrisposto sui conti correnti delle famiglie è rimasto stabile (allo 0,4 per cento) mentre quello sulle nuove emissioni obbligazionarie a tasso variabile è diminuito di cinque decimi (al 3,3 per cento).

L'espansione del credito bancario al settore privato non finanziario è stata pari, al netto della stagionalità e in ragione d'anno, al 4,2 per cento nei tre mesi terminanti in novembre (dal 3,9 per cento di agosto, sulla base di dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). La crescita dei finanziamenti alle imprese è stata pari al 5,4 per cento, in lieve accelerazione rispetto a quanto registrato in agosto (4,4 per cento); quella del credito alle famiglie ha rallentato al 2,5 per cento (dal 3,4). Al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, il tasso di crescita sui tre mesi dei prestiti al settore privato non finanziario è invece diminuito all'1,7 per cento in novembre (dal 2,1 di agosto).

Permane elevato il differenziale di crescita dei prestiti concessi dalle diverse categorie di banche. In particolare, il tasso di espansione sui dodici mesi del credito erogato dai primi cinque gruppi bancari italiani al totale dell'economia è stato pari, al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, allo 0,3 per cento in novembre, a fronte del 3,3 per cento dei finanziamenti erogati dagli altri intermediari, sostenuti soprattutto da quelli concessi dalle filiali di banche estere (9,3 per cento).

È proseguita la ricomposizione dei prestiti alle imprese a favore di quelli a breve termine. I finanziamenti con durata fino a un anno sono cresciuti del 6,9 per cento nei dodici mesi terminati in novembre, quelli con durata superiore ai cinque anni del 3,3 per cento. Su tali andamenti hanno influito sia fattori di domanda – minore capacità di autofinanziamento, sfavorevoli prospettive di crescita degli investimenti fissi – sia fattori di offerta. Riguardo a questi ultimi, si è osservato un significativo aumento del grado di utilizzo delle linee di credito, verosimilmente connesso con le tensioni dal lato della liquidità.

Secondo le risposte fornite in ottobre dalle banche italiane nell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2011 i criteri di erogazione dei prestiti alle imprese avevano registrato un sostanziale irrigidimento a seguito soprattutto delle difficoltà di raccolta. Sia l'indagine mensile dell'Istat, sia quella trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* indicano un forte aumento della quota di imprese che segnala un peggioramento delle condizioni di accesso al credito. Secondo l'indagine trimestrale, tale quota ha raggiunto il 49,7 per cento in dicembre, dal 28,6 in settembre; un valore superiore a quello registrato alla fine del 2008 nella fase più acuta della crisi finanziaria. Le condizioni del credito potrebbero tuttavia, in prospettiva, risentire favorevolmente del sostegno alla liquidità fornito dalle nuove operazioni dell'Eurosistema.

Sono aumentati i tassi medi attivi bancari, riflettendo sia il rialzo del costo della raccolta sia l'intensificarsi delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici italiani. Fra agosto e novembre il costo medio dei nuovi finanziamenti alle imprese è salito di quattro decimi di punto, al 3,9 per cento; sono aumentati i tassi applicati sia agli affidamenti di ampio importo sia a quelli di importo più ridotto. Il tasso medio sui nuovi mutui a tasso variabile

alle famiglie è aumentato di due decimi (al 3,3 per cento) a fronte di una diminuzione di tre decimi sulle erogazioni a tasso fisso (al 4,5 per cento). Gli aumenti sono stati più marcati di quelli osservati nello stesso periodo nell'area dell'euro e sono in larga parte correlati all'andamento dei rendimenti sui titoli di stato italiani.

Si è interrotto il miglioramento degli indicatori della qualità del credito inatto dalla fine del 2010. Nel terzo trimestre del 2011 il flusso di nuove sofferenze rettificate, sebbene inferiore a quello registrato nello stesso periodo dello scorso anno, è stato pari, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, all'1,7 per cento dei prestiti. La diminuzione delle nuove sofferenze rettificate nei confronti delle imprese residenti nel mezzogiorno è stata più che compensata dal deterioramento dei finanziamenti erogati alle imprese del Centro Nord e alle famiglie consumatrici. L'evoluzione della qualità del credito presenta significativi rischi di peggioramento, legati alla contrazione dell'attività economica in atto e all'aumento dei tassi di interesse praticati dalle banche. Informazioni preliminari indicano che nei mesi di ottobre e novembre l'esposizione delle banche nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza ha ripreso ad aumentare, raggiungendo livelli significativamente superiori a quelli registrati nello stesso periodo del 2010. L'incremento ha riguardato sia le famiglie sia le imprese. Alla fine dello scorso novembre l'incidenza dei crediti alle imprese classificati come "in difficoltà" (esposizioni incagliate e ristrutturati) sul totale dei prestiti al settore è aumentata al 6,2 per cento (dal 6,0 in agosto).

La crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha investito il mercato finanziario italiano con particolare intensità: il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi si è ampliato fino a raggiungere nuovi massimi dall'introduzione dell'euro. Le misure adottate dal Governo hanno permesso una riduzione del differenziale, risultata tuttavia temporanea in presenza di una perdurante incertezza sull'efficacia delle politiche europee e di un peggioramento delle prospettive di crescita. Nelle ultime settimane le tensioni sono rimaste elevate, ma sono fortemente diminuiti i premi per il rischio sui titoli di Stato alle scadenze più brevi (inferiori ai tre anni).

Dall'inizio di ottobre alla prima decade di gennaio il differenziale tra il rendimento lordo dei BTP decennali e quello del corrispondente titolo tedesco ha registrato un significativo rialzo, raggiungendo il 9 novembre i livelli massimi dall'introduzione dell'euro. Ciò ha riflesso l'intensificarsi della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro e, in particolare, le incertezze degli operatori circa la risposta delle autorità europee alla crisi. Hanno contribuito all'acuirsi delle tensioni sia l'indebolimento del quadro macroeconomico dell'area, sia i ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni paesi europei, tra cui l'Italia.

Dagli inizi di novembre il differenziale è salito in misura marcata anche sulle scadenze più brevi, determinando un appiattimento della curva dei rendimenti e, in alcuni giorni, anche un'inversione della sua pendenza, segnalando un inasprimento dei timori degli investitori circa la sostenibilità del debito pubblico italiano. Si sono deteriorate le condizioni di liquidità nel mercato secondario dei BTP, con un ampliamento dei differenziali lettera-denaro, nonostante gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalla Banca centrale europea (BCE) nell'ambito del *Securities markets Programme*. Alcune società che svolgono attività di compensazione di titoli hanno richiesto l'aumento dei margini di negoziazione.

L'insediamento del nuovo Governo, il 16 novembre, e l'annuncio delle misure correttive di finanza pubblica, il 4 dicembre, sono stati seguiti da significative riduzioni del differenziale di rendimento tra i BTP decennali e i corrispondenti titoli tedeschi (rispettivamente, nei due giorni successivi, di 0,5 e 0,9 punti percentuali, portandosi al 4,7 e 3,7 per cento). Lo spread è poi momentaneamente tornato a crescere, riflettendo presumibilmente le incertezze degli investitori circa l'adeguatezza e l'effettiva attuazione delle decisioni del vertice europeo del 9

dicembre, nonché preoccupazioni per le prospettive di crescita. Lo stabilizzarsi delle misure adottate ha poi infine determinato una significativa riduzione dello spread fino agli attuali valori attestatisi intorno al 2,8 - 3,1 per cento.

4. LA DETERMINAZIONE DEL COSTO DI REPERIMENTO DI CAPITALE PER LA REALIZZAZIONE DI INVESTIMENTI DA PARTE DEL SOGGETTO GESTORE DEL SISTEMA IDRICO

4.1. GENERALITÀ

Nella determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito l'Autorità per l'energia elettrica ed il gas, che sarà responsabile del nuovo metodo per il calcolo della tariffa per la gestione di sistemi idrici, adotta per il comparto energetico un approccio basato sulla contestuale considerazione del capitale proprio di rischio (*equity*) e di quello derivante da indebitamento.

Il tasso di rendimento reale del capitale investito è determinato come media ponderata dal tasso di rendimento del capitale di rischio e di quello sul Debito (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*), utilizzando la seguente formula per determinare un tasso reale *pre tax*, nel quale è stato scorporato l'effetto inflazionistico.

$$WACC(real - pre tax) = \frac{\left[1 + \left(\frac{Ke}{(1-T)} * \frac{E}{(E+D)} + Kd * \frac{(1-tc)}{(1-T)} * \frac{D}{(E+D)} \right) \right]}{1 + rpi} - 1$$

dove:

- *Ke* è il tasso nominale di rendimento del capitale di rischio (*equity*);
- *E* è il capitale di rischio;
- *D* è l'indebitamento;
- *Kd* è il tasso di rendimento nominale sull'indebitamento;
- *tc* è l'aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari;
- *T* è l'aliquota teorica di incidenza delle imposte (compresa l'IRAP) sul risultato d'esercizio;
- *rpi* è il tasso di inflazione.

In tale formulazione, che potrà riguardare adeguatamente adottata la possibile definizione per la tariffa del sistema idrico ancora da assumere, la parte che riguarda questa fase di transizione fa riferimento al capitale rinveniente da Debito che ovviamente anche nel caso di EE e Gas è inserito dall'Autorità nella determinazione del tasso medio reale del costo del capitale (WACC).

Accanto agli orientamenti adottati dall'Autorità sopra indicata, qui di seguito sono riportate le risultanze di una pluralità di analisi sviluppate per definire, con approcci alternativi, un possibile dimensionamento del livello del tasso concernente il costo del debito da acquisire presso il sistema creditizio per la copertura del costo di investimento da realizzare da parte dell'ATO2/Soggetto Gestore nei prossimi anni nel rispetto di quanto previsto dal piano di interventi assunto a base della Convenzione ATO 2 – ACEA.

Tra gli approcci qui considerati saranno esaminati:

- il costo del debito acquisibile presso il sistema creditizio nazionale;
- il costo del capitale da debito indicato nei bilanci ACEA ATO2 e ACEA S.p.A.;
- il costo sostenibile attraverso l'emissione di obbligazioni da parte di un soggetto gestore;
- il costo del capitale da debito assunto a base del sistema regolatorio da AEEG per la trasmissione di energia elettrica;
- il costo dei mutui immobiliari a tassi fissi e tassi variabili.

4.2. ALCUNE CONSIDERAZIONI GENERALI SUL CONTESTO FINANZIARIO

Le analisi sopraindicate, con riferimento alle condizioni praticate dal sistema creditizio per la concessione di risorse finanziarie ai soggetti operanti nella realizzazione e gestione di infrastrutture e nello specifico di quelle relative al sistema idrico, sono qui precedute da considerazioni di estrema sintesi che evidenziano le problematiche/difficoltà che contraddistinguono l'attuale situazione del mercato finanziario. Tra queste appare opportuno ricordare:

- le difficoltà dei mercati internazionali a seguito della crisi che hanno colpito in modo accentuato il settore bancario che ha registrato incrementi rilevanti delle situazioni di dissesto delle imprese;
- contestualmente sono stati registrati indicatori preoccupanti di stagnazione (riduzione) dei livelli di produzione con ricadute sui livelli di occupazione e conseguenti riduzioni della massa salariale e quindi della capacità di acquisto delle famiglie nonché di risparmio delle stesse che, come noto, rappresenta una quota particolarmente elevata del risparmio nazionale;
- difficoltà registrate dal sistema creditizio, a seguito della crisi economico-produttiva, nella raccolta del risparmio e al conseguente aumento del costo di raccolta;
- in riferimento a tali difficoltà si registrano, pur in presenza di una tendenziale riduzione dei tassi di riferimento (EURIBOR ed altri) favorita dalle azioni promosse dalla BCE, sensibili aumenti nei tassi di impiego praticati dal sistema creditizio agli operatori/imprese richiedenti "credito";
- tali aumenti sono tutti collegati all'aumento dello *spread* richiesto dal sistema creditizio per coprire sia il rischio "sofferenza/dissesto" del sistema imprese sia il rischio collegato alla minore affidabilità del sistema Italia nei confronti di investitori esteri ed alla minore "appetibilità" dei titoli italiani nei confronti di quelli di altri Paesi forti in Europa;
- il sistema creditizio con riferimento agli aspetti sopra ricordati ha fatto registrare una sensibile riduzione di liquidità, nonostante le forti iniezioni di risorse da parte della BCE a tassi particolarmente favorevoli (1% per l'ultimo trasferimento di risorse al sistema bancario italiano per oltre 130 miliardi di Euro).

Quanto sopra esposto e con riferimento anche a quanto accertato in sede di analisi dalle risultanze da interviste strutturate a testimoni privilegiati impegnati nel sistema bancario nazionale, si può rilevare che:

- l'erogazione del credito a favore di famiglie (sostegno ai consumi) e di imprese (credito per il finanziamento di programmi di investimento) risulta di più difficile concessione e quindi risulta sempre più selettivo;
- l'erogazione del credito di medio lungo periodo è ancora più difficile sia a causa delle volatilità delle condizioni soprarichiamate sia perché si ritiene che dette condizioni possano risultare ancora più avverse in uno scenario di medio/lungo periodo; le stesse in ogni caso non possono essere di breve durata;
- il tasso richiesto da parte del sistema creditizio risulta certamente in aumento come risulta in aumento il tasso richiesto dal mercato per accogliere nuove domande di credito dal sistema delle imprese.

Quanto sopra esposto per il sistema del credito a livello nazionale, trova ulteriori elementi di ostacolo e/o di ulteriore aggravamento della situazione descritta con riferimento al supporto finanziario concernenti programmi di investimento per il sistema idrico.

Tale situazione è certamente legata sia alle caratteristiche strutturali relative alla "bancabilità" del settore idrico sia ed in misura prevalente alle condizioni che caratterizzano il settore a seguito degli esiti del referendum abrogativo.

Sia pure con difficoltà, a seguito della L. n. 36/94, e le successive riorganizzazioni delle strutture di gestione (accorpamenti di enti territoriali, integrazioni tra comparti idrico/depurativo, introduzione di soggetti gestori privati), il sistema bancario è stato interessato per numerose operazioni di finanziamento che hanno favorito l'attuazione con consistenti ammontari di investimenti previsti dai Piani di ambito.

Il referendum abrogativo del giugno 2011 ha determinato una situazione di incertezza nel sistema regolatorio, che le soluzioni intraviste negli atti regolamentari e legislativi non hanno del tutto superato. Soltanto dopo il completamento dell'iter previsto dalla normativa definita a seguito del referendum e cioè:

- definizione del nuovo metodo tariffario da parte dell'AEEG, in sostituzione del metodo normalizzato;
- adozione del Decreto del MATTM per l'attribuzione delle funzioni ai vari organismi coinvolti;
- l'applicazione da parte degli ATO del nuovo metodo tariffario e calcolo della tariffa da mettere in vigore;

e quindi una puntuale adozione di meccanismi regolatori (analoghi a quelli adottati da AEEG per l'energia ed il gas), si potranno dare reali certezze al sistema creditizio e si potranno quindi considerare superate le difficoltà intraviste per il settore idrico nell'attuale situazione transitoria da parte di operatori bancari.

Si presenta dunque per il settore idrico un problema specifico per l'ottenimento di credito consistente certamente nella assenza (in questa fase transitoria) di un metodo tariffario nuovo che assuma nel rispetto della "convenienza economica" dei soggetti gestori le

indicazioni che derivano dagli esiti del referendum abrogativo; ma accanto a tale specificità va inoltre considerata “l’insufficiente stabilità delle regole registratesi fino a questo momento con particolare riguardo alla credibilità del piano economico finanziario ed alle regole di revisione dei piani nel corso dell’affidamento. Starà all’Agenzia di regolazione in corso di istituzione il compito di costruire un quadro di regole tecnicamente robusto ed agli organismi di governo degli ATO il compito di applicarle in modo rigoroso³”.

4.3. L’ANALISI DI MERCATO DELLE CONDIZIONI PER MUTUI DI LUNGO PERIODO APPLICATE DAL SISTEMA CREDITIZIO

L’analisi — alla base dell’incarico ricevuto — sviluppata presso testimoni privilegiati dal sistema creditizio ha centrato l’attenzione nell’ambito del costo del finanziamento a debito. Costo da inserire nella determinazione della tariffa per il rispetto del principio comunitario concernente la copertura integrale solo dei costi, comprensivi (come da Direttiva 2000/60/CE) dei costi ambientali e delle risorse.

Il costo del finanziamento del debito è composto fondamentalmente da due determinanti:

- il costo (tasso di interesse) collegato a utilizzo di prestiti che presentano condizioni prive di rischio;
- il premio al debito che viene richiesto dagli istituti di credito finanziatori delle iniziative (programmi di investimento) in ragione del rischio specifico di insolvenza stessa di accessibilità al mercato finanziario. “Il rischio di insolvenza dipende quindi sia dalle caratteristiche del settore in cui si opera sia dal livello della leva finanziaria (rapporto tra finanziamento a debito e capitale proprio *equity*), e dalle condizioni di accesso al mercato finanziario che ne derivano”.

Da queste considerazioni e da quanto già illustrato per il contesto di riferimento ed in particolare delle condizioni specifiche del comparto idrico, sono state sviluppate alcune interviste presso operatori del credito per avere indicazioni circa una serie di aspetti che incidono sulla determinazione del costo del capitale (finanziamento) a debito.

Le informazioni raccolte avrebbero dovuto riguardare in particolare:

- i criteri e le modalità attraverso le quali un istituto creditizio definisce i costi (o il tasso onnicomprensivo) per erogare credito; ciò sia con riferimento a programmi di infrastrutturazione del territorio sia a programmi di intervento nel settore idrico;
- il costo (tasso di interesse) per finanziamenti privi di rischio; nello svolgimento dell’indagine ciò è stato riportato in genere ai tassi EURIBOR (per mutui a tassi variabili) o EURIRS (per mutui a tassi fissi);
- il premio al debito, che di fatto è stato assunto quale *spread* applicato dagli istituti per tener conto di tutte le condizioni che possono incidere sulla rischiosità delle operazioni di finanziamento (tasso di raccolta; rating del soggetto; progetto da finanziare; garanzie reali a supporto del finanziamento; rischio Paese; etc.);

³ Vedasi C. De Vincenti e A. Vignari “Il punto sui SPL a rilevanza economica dopo il referendum del giugno 2011 ed i successivi interventi legislativi” ASTRID – 16 febbraio 2012.

- la disponibilità del sistema creditizio di liquidità adeguata per sostenere operazioni di finanziamento ed in particolare con riferimento a prestiti pluriennali (dai 10 ai 20 anni) ed a finanziamenti operati a vantaggio del settore idrico.

I contatti avuti hanno riguardato una pluralità di istituti (Cassa Depositi e Prestiti; Mediobanca; DEXIA Crediop; Banca Profilo; Banca Infrastrutture Innovazione Sviluppo; Unicredit ed indirettamente Monte dei Paschi di Siena) che pur fornendo informazioni puntuali non hanno fornito dati ufficiali e note interne cartacee; ciò per una serie di motivazioni tra le quali in primo luogo la “riservatezza” delle informazioni richieste, aspetti legati alla concorrenza, la specificità di ciascuna operazione con riferimento al settore ed ancor più alle condizioni specifiche del soggetto operatore richiedente, etc.

Tuttavia, pur considerando i problemi di riservatezza, le indicazioni fornite risultano a nostro avviso rispondenti alle condizioni da loro applicate e possono essere quindi essere assunte per valutare le condizioni del mercato e indicare un costo (tasso di interesse) del finanziamento a debito per il sistema idrico in questa fase transitoria, in attesa del completamento dell’iter che porterà all’adozione di una nuova tariffa.

A) I CRITERI ADOTTATI PER L’EROGAZIONE DEL CREDITO

La concessione del credito viene generalmente definita dagli Istituti intervistati sulla base di un’istruttoria nella quale sono vagliate e verificate una serie di condizioni in base alle quali viene definito in primo luogo il costo (tasso) del finanziamento, l’ammontare delle spese per la gestione/erogazione del credito, ed infine la disponibilità al finanziamento da parte dell’Istituto.

In questa attività di negoziazione, ovviamente vengono esaminate la situazione del settore per il quale viene richiesto il credito, il rating da assegnare al soggetto richiedente, le garanzie offerte dal soggetto richiedente a supporto del finanziamento, le condizioni del mercato per quanto concerne tassi di riferimento (EURIBOR per i tassi variabili, EURIRS per tassi fissi); tutto ciò, unitamente ai tassi (costi) di raccolta, contribuiscono alla definizione del margine sul tasso (*spread*) che verrà applicato in caso di erogazione del credito.

Gli operatori creditizi intervistati hanno pertanto evidenziato come il costo (tasso finito) del finanziamento a debito possa essere definito quale insieme dei costi relativi alle seguenti componenti:

- il tasso base da assumere con riferimento a quanto praticato per i tassi fissi (EURIBOR) e per i tassi variabili (EURIRS);
- il margine (*spread*) su tasso base, con riferimento ad una serie di condizioni specifiche del settore in cui si opera, del soggetto richiedente e del costo di raccolta;
- i costi connessi alla erogazione/gestione del prestito per l’istituto bancario, che comprendono voci diverse, quali: commissioni *up front* (una tantum), commissioni sulla mancata parziale utilizzazione del prestito (per anno), spese di consulenza (una tantum), etc.

B) LE INDICAZIONI QUANTITATIVE FORNITE DAI DIVERSI OPERATORI DEL CREDITO COINVOLTI

Come più volte rilevato, le indicazioni emerse dal confronto con vari operatori intervistati presentano un certo grado di differenziazione nei riguardi del tasso di margine applicato

con riferimento sia al settore in cui si opera sia al rischio connesso al soggetto richiedente.

In alcuni casi tale determinazione avviene attraverso “modelli econometrici” che misurano l'influenza delle diverse variabili esplicative già sopramenzionate (tasso di raccolta; *rating* del soggetto richiedente; redditività del progetto da finanziare; garanzie reali offerte; settore in cui si opera; durata del mutuo; etc.).

Nell'insieme dei soggetti intervistati, pur con le diverse modalità adottate nella definizione dei tassi si è riscontrato che con riferimento ad esperienze recenti di erogazione del credito prevalentemente a favore di altri comparti settoriali (ad esempio energia) i vari elementi di costo sono stati quantificati con le variabili di seguito riportate:

- il tasso base, è certamente quello su cui si registra un minore grado di variabilità. L'adozione di EURIBOR (a 6 mesi per i tassi variabili) e di EURIRS (per i tassi fissi da 10 a 20 anni) ha comportato la applicazione di livelli di tassi per EURIRS che risultano in un campo di variazione tra il 2 ed 2,7%. Tale variazione è determinata sia dalla evoluzione dei tassi EURIRS a 20 anni negli ultimi due anni che sono passati dal 4% del 2010 al 3,6 del 2011 ed al 2,5 del 2012;
- il tasso margine (*spread*) proprio a causa della variabilità delle condizioni che lo determinano e già precedentemente illustrati presenta livelli fortemente differenziati: sono stati dichiarati livelli tra i più bassi nell'ambito degli istituti che si avvalgono di costi di raccolta inferiori (intorno al 4%) e livelli più elevati per altri istituti che sostengono maggiori oneri di raccolta e che temono maggiormente rischi di dissesto da parte dei soggetti richiedenti (anche sopra il 5%);
- il tasso finito, quale somma delle due componenti sopra indicate, risulta pertanto anch'esso variabile ed in ogni caso sempre superiore al 6%. Sono state indicate infatti quantificazioni che stimano tale tasso, al netto di spese e commissioni, variabili tra il 6 ed il 6,5% (Cassa Depositi e Prestiti, Dexia Crediop, ed Unicredit, quest'ultimo da valutare circa l'attendibilità della valutazione) e livelli variabili tra 7,30/8% per gli altri istituti tra i quali quelli che operano, in collegamento con operazioni della Cassa Depositi e Prestiti Istituti;
- le spese di consulenza, diritti di agenzia, *management fee*, commissioni su mancato utilizzo di finanziamento nei primi anni, risultano anch'essi fortemente variabili sia come criteri (fissati come tassi o come rimborso dei costi monetari sostenuti) sia come parametri di costo; si può ritenere che in media tali costi possano essere ricompresi tra l'1 e l'1,5% e da sommare al tasso finito (definendo in tal modo un tasso tutto compreso: *all in*) si passerebbe quindi ad un tasso onnicomprensivo che varia tra un minimo del 7% ai livelli massimi che si aggirano sull'8,5/9%.

Le indicazioni negative, già richiamate precedentemente (par. 5.1) sono state ribadite dai vari soggetti intervistati che hanno evidenziato quanto segue:

- i settori sui quali hanno basato la loro valutazione non ricomprendono il settore idrico, che a loro avviso presenta una bassa bancabilità per le caratteristiche che lo contraddistinguono e per l'assenza di certezze normative, a seguito dell'esito referendario. Hanno richiamato la possibilità che un cambiamento legislativo o anche la regolazione del sistema tariffario potrebbero migliorare la situazione; in caso contrario la possibilità di reperire risorse per crediti da erogare ai soggetti operanti nel settore idrico diverrà più difficile e certamente più costosa;

- valutazione più puntuali dei costi (tassi) di finanziamento del comparto idrico sono possibili solo a seguito di una attenta e puntuale definizione della singola operazione (il *pricing* è quotabile solo a seguito di una complessa attività di strutturazione del credito da concedere);
- la turbolenza e la volatilità del mercato finanziario in presenza di una modesta liquidità del sistema creditizio fa ritenere che le operazioni di mutuo possano essere realizzate con durate che non potranno eccedere i 10 anni.

4.4. LA DETERMINAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE SU DEBITI A LUNGO TERMINE CONCESSI ALL'ACEA ATO 2 ED ALL'ACEA S.P.A.

Dall'esame dei Bilanci di ACEA ATO2 per gli anni 2003-2010 (vedi Tav.3) si rileva che a fronte di una sostanziale costanza della consistenza del patrimonio netto aziendale, l'indebitamento complessivo appare in costante crescita. L'indice di indebitamento che era pari nel 2005 al 55% del patrimonio netto ha raggiunto nel 2010 un valore pari al 96%; un valore comunque inferiore a quello che si registra per lo stesso anno per il Bilancio consolidato di ACEA, il cui parametro di indebitamento supera il 110% del patrimonio netto. La solidità dell'azienda è altresì testimoniata dalla netta prevalenza dei ricavi (al lordo delle tasse e degli interessi) rispetto agli oneri finanziari complessivi. L'indicatore di tensione finanziaria (EBIT/OF⁴) assume un valore di circa 10,4, con i ricavi quindi che superano di 10 volte gli oneri finanziari.

⁴ EBIT/OF = Earning before Interest and Taxes (ricavi prima degli interessi e delle tasse) / Oneri Finanziari

Tavola 3 ACEA ATO – Dati tratti dai bilanci annuali referenti al periodo 2003-2010: mutui a lungo termine ed interessi su mutui

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
1 Capitale proprio (Patrimonio netto) (CP)	693.956.109	671.418.938	675.950.482	674.402.283	693.412.310	695.266.008	690.538.188	651.332.202
2 Totale Debiti (D)	664.980.767	645.715.585	602.877.630	530.216.426	401.701.774	385.790.502	448.839.693	421.044.276
3 Totale interessi	10.130.896	8.226.348	11.441.584	8.288.911	5.493.102	6.591.376	8.028.256	9.651.318
4 Tasso medio di interesse (3:2)	1,5%	1,3%	1,9%	1,6%	1,4%	1,7%	1,8%	2,3%
5 Indice di indebitamento (D/CP) (2:1)	0,96	0,96	0,89	0,79	0,58	0,55	0,65	0,65
6 Mutui lungo termine (DLT)	9.924.000	11.762.000	13.750.000	44.655.000	74.736.000	104.685.000	134.197.000	163.291.000
7 Interessi mutui L.T.	568.000	669.000	818.000	3.321.000	4.820.000	6.277.000	7.734.000	9.275.000
8 Tasso medio di interesse DLT (7:6)	5,7%	5,7%	5,9%	7,4%	6,4%	6,0%	5,8%	5,7%

Tavola 4 ACEA – Dati tratti dal bilancio consolidato anno 2010

	2010
1 Capitale proprio (Patrimonio netto) (CP)	1.361.688.000
2 Totale Debiti (D)	1.513.948.000
3 Totale interessi	67.911.000
4 Tasso medio di interesse (3:2)	4,5%
5 Indice di indebitamento (D/CP)	1,11
6 Mutui lungo termine (DLT)	1.320.738.000
7 Interessi mutui L.T.	35.657.000
8 Tasso medio di interesse DLT	2,7%

Il tasso di interesse medio sui debiti aziendali è risultato pari nel 2010 all'1,5%, registrando un valore nettamente inferiore a quello registrato nel bilancio consolidato ACEA che si colloca sul 4,5%.

Il tasso medio sui prestiti a medio e lungo termine utilizzati dalla azienda ATO2 risulta nel 2010 pari a circa 5,7% mantenendosi sostanzialmente costante rispetto al biennio precedente ed in calo rispetto al triennio 2005-2007, per il quale il tasso medio sui prestiti a lungo termine aveva raggiunto il 7,4%. Tali oneri finanziari risultano mediamente superiori a quelli registrati per l'azienda ACEA per la quale si collocano ad un tasso medio del 2,7%; per l'ACEA è valutabile anche il tasso medio dei prestiti obbligazionari che si colloca nel 2010 ad un valore medio del 3,8%.

4.5. IL COSTO DI REPERIMENTO DEL CAPITALE ATTRAVERSO EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI

Volendo verificare fonti alternative per la raccolta di risorse da parte del sistema imprese nel settore idrico, va considerata anche la possibilità di ricorrere all'emissione di obbligazioni da parte del soggetto gestore, laddove la dimensione dell'impresa ed il *rating* della stessa rendano applicabile tale strumento.

Con riferimento a tale alternativa sono stati esaminati i livelli dei tassi che imprese operanti nel comparto delle *public utilities* (acqua, gas, energia) hanno corrisposto in fase di emissione di prestiti obbligazionari nel nostro Paese ed in alcuni Paesi europei.

A livello nazionale non sono molte le imprese che nel recente passato hanno utilizzato tale strumento. Tra queste la stessa ACEA, nonché ENEL; per tali iniziative si riscontrano tassi variabili tra il 5% ed il 6%.

Molto più ampie sono iniziative di emissione di obbligazioni da parte di imprese operanti in Europa; tra queste VEOLIA (la ex *Société general des Eaux*, ENDESA; per queste si registrano livelli di tassi di riferimento in fase di emissione ancor più variabili e specificamente tra il 3,3% ed il 6,875%.

Significativa è anche l'analisi dei livelli dei tassi effettivi per gli acquirenti di dette obbligazioni sul mercato; si tratta cioè dei tassi di mercato che vengono effettivamente corrisposti agli acquirenti attuali. Tali tassi rappresentano di fatto il riconoscimento del valore delle aziende e dell'affidabilità del paese; in alcuni casi infatti i valori dei titoli hanno superato ampiamente il valore nominale del titolo e quindi per il mercato il tasso di remunerazione effettivo risulterebbe più basso di quello nominale in fase di emissione; il contrario avviene laddove la quotazione del titolo risulta inferiore al valore nominale e quindi il tasso di mercato risulta più elevato rispetto a quello di emissione.

Va in ogni caso rilevato, che come atteso, il livello dei tassi nominali risulta differenziato in riferimento:

- al periodo/durata del prestito entro il quale vengono rimborsati i valori delle obbligazioni: laddove la durata appare più ampia il tasso di emissione del titolo cresce in misura significativa;
- all'affidabilità Paese; i tassi più elevati si registrano per i Paesi a rischio;
- al *rating* assegnato alle imprese che hanno emesso i titoli.

Si può dunque rilevare che in Italia le più recenti emissioni obbligazionarie comportano costi per le imprese che hanno fruito di tale possibilità di finanziamento, che si aggirano da un minimo di 4,5% (per emissioni di medio periodo) al 5,6% (per emissioni di lungo periodo); a tale costo va però aggiunto un ulteriore costo compreso tra lo 0,5% e l'1,2% per la remunerazione dell'istituto di credito che ha gestito l'operazione di emissione dei titoli.

A livello europeo la variabilità ed il livello dei tassi appaiono simili.

Tavola 5 - Elenco di emissioni obbligazionarie nel recente passato

Società	Scadenza (periodo)	Tasso di emissione	Attuale tasso di rendimento
ACEA S.p.A. (acqua)	2004-14	4,875	3,05
ACEA S.p.A. (acqua)	16/03/2020 (23/07)	4,5	5,03
ACEA- ATO2 (acqua)	02/11/2016	4,5	4,10
BG Energy Capital PLC	2009-2013 (15/7)	3,375	1,25
DONG Energy (energia)	07/05/2019	6,5	3,10
DONG Energy (energia)	16/12/2021	4,875	3,47
EDF Energy (energia)	11/09/2024	4,625	3,87
EDF Energy (energia)	2010-2030 (26/4)	4,625	5,56
EDF Finance	29/06/2020	4,125	7,30
EDISON	10/11/2017	3,875	4,60
ENDESA	21/02/2013	5,375	2,35
ENEL (energia)	29/09/2023	5,25	4,975
ENEL (energia)	21/06/2027	5,625	5,78
Energie Oberösterreich AG (energia)	05/2025	4,50	4,10
GAZ Natural Cap Markets (energia)	09/2021	n.d.	5,07
GAZ de France (energia)	19/02/2018	5,125	2,45
GAZ De France Suez (energia)	08/2019	6,875	2,70
GAS de France (energia)	08/04/2019	6,25	n.d.
GDF Suez (acqua)	10/01/2018	5,00	3,79
GIE Suez Alliance (?)	24/06/2023	5,75	3,40
HERA SpA	03/12/2019	4,5	5,05
IBERDROLA FIN. S.A.	10/2020	4,125	4,20
NATIONAL GRID	10/03/2020	4,375	3,10
SUEZ ENVIRONMENT	2009/2019	6,25	2,95
TELEFONICA	19/02/2018	3,90	3,00
TERNA	4/2024	4,90	5,15
United Utilities Water (acqua)	2005/2020	4,25	3,10
Veolia Environnement	12/02/2016	4,00	2,30
Veolia Environnement	2003-2033	6,125	5,20
Veolia Environnement	2007-2022	5,125	4,02

4.6. GLI ORIENTAMENTI DELL'AEE GAS PER IL COSTO DEL DEBITO PER LA TARIFFA ENERGETICA

Nello specifico, l'Autorità per l'EE e Gas, nel precedente periodo di regolazione delle tariffe elettriche e del Gas ha adottato una serie di ipotesi da vagliare anche per la determinazione del tasso di remunerazione del Capitale da debito da inserire nella tariffa idrica.

Nella pratica l'Autorità EE e Gas, ha ipotizzato per la determinazione del costo del debito un tasso nominale che prevede la considerazione del livello del tasso di rendimento delle attività prive di rischio aumentato di uno spread.

Come si legge nel Documento dell'Autorità⁵ si prevede quanto segue:

- “ 8.21 L'Autorità, nonostante le mutate condizioni del mercato di capitali riscontrate nell'ultimo triennio, e nel corso di quest'ultimo semestre in particolare, riconosce che le società attive in un settore regolato sono esposte ad un più basso livello di rischio e pertanto riescono ad ottenere capitale di debito a tassi di interesse relativamente più convenienti.
- 8.22 Peraltro il costo effettivo del debito, anche in considerazione dell'accesso a finanziamenti a tasso agevolato, come si può peraltro desumere ad esempio dall'analisi dei bilanci del principale operatore della distribuzione e della trasmissione, risulta notevolmente inferiore ai livelli riconosciuti in tariffa.
- 8.23 Inoltre, anche se sulla base dell'andamento dell'economia, si evidenziano elementi che possano giustificare un sostanziale incremento del costo medio del debito nel corso del prossimo periodo di regolazione, tali incrementi vengono intercettati e riconosciuti alle imprese attraverso l'aumento del rendimento delle attività prive di rischio.
- 8.24 Alla luce di tali considerazioni per il quarto periodo di regolazione l'Autorità ritiene opportuno confermare lo spread riconosciuto sul costo del debito nel precedente periodo regolatorio pari a 45 punti base (09045).
- 8.25 Fermo restando quanto sopra, l'Autorità ritiene necessario monitorare attivamente le possibili ripercussioni sul costo dell'indebitamento futuro dei soggetti regolati derivanti dalla straordinaria congiuntura economico/finanziaria. In tale prospettiva, l'Autorità sta valutando l'attivazione di un processo di monitoraggio del costo e del livello di indebitamento dei principali soggetti regolati, non solo del settore elettrico”.

Sulla base di tali elementi modificati in sede delle Disposizioni assunte per l'erogazione dei servizi di trasmissione a distribuzione dell'EE (periodo di regolazione 2012-15, il tasso di remunerazione del capitale investito netto in rete da trasmissione è fissato pari al:

- 7,4% per gli investimenti realizzati fino al 31/12/2011;
- 8,4% per gli investimenti effettuati successivamente al 31/12/2011.

⁵ Autorità per l'energia elettrica e il gas “Criteri per la definizione delle tariffe per l'erogazione dei servizi di trasmissione, distribuzione e misura dell'energia elettrica per il periodo 2012-2015” – Orientamenti finali, 6 dicembre 2011.

Si tratta del WACC (tasso reale *pre tax*) che ovviamente comprende anche la remunerazione del capitale proprio, e del profitto del soggetto gestore.

Le ipotesi formulate per la determinazione del WACC da parte dell'Autorità per il periodo regolatorio 2012/2015 (settore elettrico/trasmissione può simulare alla distribuzione del sistema idrico) sono le seguenti:

- rapporto tra capitale di rischio e quello di debito, pari a 8/10;
- tasso di rendimento delle attività prive di rischio (media degli ultimi 12 mesi dei rendimenti lordi dei BTP decennali come rilevati dalla Banca d'Italia), pari al 5,24%;
- premio per il rischio di mercato, pari al 4%;
- rischio sistematico dell'attività di distribuzione, pari a 0,61;
- *spread*, calcolato in base ai tassi di rendimento delle emissioni obbligazionarie delle società elettriche, pari al 0,45%;
- aliquota teorica di incidenza delle imposte (compreso IRAP), pari al 35,7%;
- aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari, pari al 27,5%;
- inflazione, pari al 1,8%.

In conseguenza di tali elementi, sono poi fissati:

- costo del capitale di rischio, come funzione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, del premio per il rischio di mercato e del rischio sistematico dell'attività di distribuzione, pari al 7,68%;
- costo del capitale di debito, come funzione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio e dello *spread*, pari al 5,69%.

Il **WACC** per l'attività di distribuzione dell'energia elettrica per il periodo regolatorio 2012-2015, quindi, è pari al **7,6%**.

Per il corrente ciclo tariffario, l'AEEG ha introdotto alcuni correttivi alla metodologia su esposta e di seguito evidenziati:

- *lag* regolatorio: poiché gli investimenti netti sono riconosciuti nelle tariffe definite due anni dopo l'entrata in esercizio degli stessi, a salvaguardia dell'equilibrio economico-finanziario delle imprese, l'Autorità ha previsto una maggiorazione del WACC pari al 1%, da applicarsi agli investimenti effettuati dal 1° gennaio 2012. Per cui, sulle immobilizzazioni nette dell'attività di distribuzione dell'energia elettrica realizzate fino al 31 dicembre 2011 (e che trovano copertura nelle tariffe 2012 e 2013) è **riconosciuto un WACC del 7,6%**; sulle immobilizzazioni nette realizzate dal 1° gennaio 2012 (remunerate dalle tariffe 2014 e 2015), invece, è riconosciuto un **WACC del 8,6%**;
- revisione del WACC: poiché il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (media BTP decennali del periodo dicembre 2010 - novembre 2011) ha risentito dell'attuale congiuntura economica sfavorevole, che ha portato tale valore a livelli molto alti (e

distanti da quelli utilizzati nei precedenti cicli regolatori, pur in presenza della stessa metodologia di calcolo), l'AEEG ha stabilito **una revisione di tale tasso**, con conseguente revisione del WACC. Il **nuovo valore del WACC** sarà determinato **entro novembre 2013**, sulla base della media dei BTP decennali del **periodo novembre 2012 – ottobre 2013**, e sarà applicato sugli investimenti netti del periodo **1° gennaio 2014 - 31 dicembre 2015** (ossia, per le tariffe 2016 e 2017).

Sulla base degli elementi desumibili dai Bilanci aziendali di ACEA ATO2 si è proceduto a stimare il teorico tasso medio ponderato del capitale d'investimento (WACC –Weighted average cost of capital) utilizzando i criteri proposti dall'Autorità per EE e Gas con riferimento alla formula indicata al punto 4.1. Per il calcolo di detta espressione si sono assunti i seguenti valori dei parametri di riferimento:

- (tasso nominale di rendimento del capitale di rischio) $Ke = 7,5\%$ stimato attraverso la valutazione del rendimento dei titoli a rischio nullo considerando come tale il rendimento medio dei titoli di stato a lungo termine (BTP trentennali al 5,5%) corretto dal premio per rischio aziendale valutato in relazione all'andamento di lungo periodo dei mercati azionari che porta a valutare uno spread di circa due punti percentuali⁶;
- (capitale di rischio) $E = 693,9$ Meuro pari al patrimonio netto aziendale anno 2010;
- (indebitamento) $D = 664,9$ Meuro pari al totale indebitamento anno 2010;
- (tasso di rendimento nominale sull'indebitamento) Kd posto pari all' 8%; applicando uno *spread* di circa il 6% ad un tasso di riferimento del 2%⁷;
- (aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari) tc posto pari al 5%;
- (aliquota teorica di incidenza delle imposte (compresa l'IRAP) sul risultato d'esercizio) T stimato pari a circa il 39,5% sulla base del bilancio aziendale 2010;
- (tasso di inflazione) rpi posto pari a 1,7% secondo le previsioni del Governo (Depef 2008-2011).

Utilizzando i parametri, come sopra stimati, il costo medio ponderato del capitale (WACC) assume un valore pari a circa 10,56%; tale valore potrebbe essere assunto a riferimento della remunerazione reale del capitale investito da ACEA ATO2. Qualora si utilizzasse un coefficiente di rischiosità aziendale inferiore a 1 (cfr. nota 5, si è testato un valore pari a 0,6) il rendimento medio ponderato del capitale investito si attesterebbe su un valore pari a circa 9,54%. In ogni caso sempre superiore al 7%.

⁶ I rendimenti a lungo termine dei mercati azionari si collocano su un tasso del 6,73% con 1,23% di "premio" rispetto ai rendimenti dei BTP trentennali a cui si è applicato un coefficiente di rischiosità aziendale stimato pari 1,6 (con riferimento all'andamento dei titoli ACEA)

⁷ Con riferimento all'Euribor a sei mesi pari a 1,11%

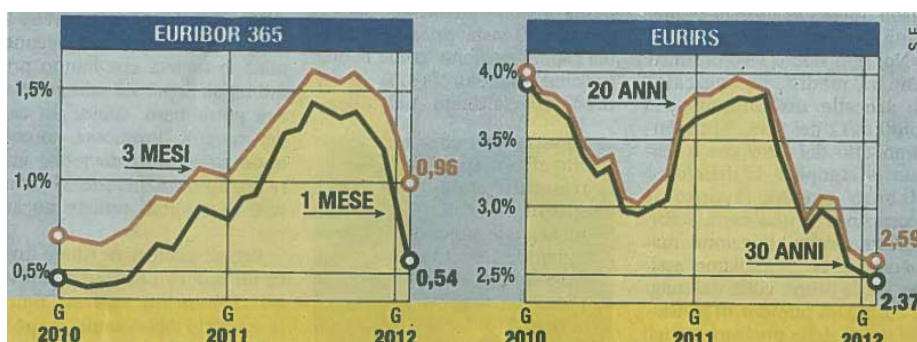
4.7. L'ANALISI DEL COSTO PER MUTUI FINALIZZATI ALL'ACQUISTO DI ABITAZIONI

Nel contesto del mercato immobiliare, si assiste a concessione di mutui per un ammontare di risorse inferiore a quanto rilevato nel recente passato, il costo del debito risulta sempre più caro.

Ciò, nonostante che i tassi di riferimento assunti a base del tasso da applicare, EURIS (per i mutui a tassi variabili) e EURIRS (per i mutui a tassi fissi) sono risultati in questi ultimi due anni in discesa (vedi Fig. 1), nonché il tasso praticato dalla BCE è da tempo fisso all'1%. Va ricordato in proposito che la BCE in questi ultimi mesi per sostenere la liquidità del sistema creditizio ha erogato consistenti risorse (ben 139 Miliardi di Euro con la seconda *tranche* ad un modesto tasso di interesse: 1%).

Infatti l'Euribor a tre mesi che era passato dallo 0,5% a gennaio 2010 all'1,2% del settembre 2012 è ridisceso all'1% a fine febbraio 2012; così come l'Eurirs (a 20 anni o a 30 anni) sono passati da livelli prossimi al 4% nel gennaio 2010 per discendere al 2,4% - 2,6% nel febbraio 2012, per poi risalire nel mese di marzo ai valori sopra indicati del 3,5%-5%.

Fig. 1 L'andamento dell'Euribor e dell'Eurirs, i parametri di riferimento dei mutui variabili e di quelli fissi



L'attuale mercato immobiliare con riferimento ai mutui a tasso fisso individua uno *spread* variabile rispetto al tasso EURIRS che si colloca tra il 3,5% ed il 5%, dal momento che il tasso EURIRS (valutato per mutui a 20 anni) si colloca intorno al 2,7%, il tasso medio di erogazione di mutui a tasso fisso per il mercato immobiliare si attesta su valori compresi tra il 6,2% ed il 7,7%.

Contrariamente a quanto si registra per i tassi di riferimento il mercato del credito immobiliare registra in questo ultimo periodo un significativo aumento nei tassi dei mutui (a 20 o a 30 anni) applicati dal sistema bancario sia sui mutui a tasso fisso che a tasso variabile.

La media dei tassi offerenti dal *panel* di banche presenti sul sistema mutui *on line*, infatti è del 4,5% per i prestiti a tassi variabili, e del 6,2% per quelli a tassi fissi con oscillazioni notevoli da banca a banca come risulta dalle Tavole 6 e 7 di seguito riportate.

L'aumento attuale dei tassi dei mutui è l'effetto del forte incremento degli *spread* richiesti dalle banche; l'analisi dei fogli di trasparenza pubblicati dalle banche evidenzia un ulteriore aumento di un punto rispetto a quanto chiesto lo scorso ottobre, con punte di incrementi anche superiori al 2%.

Tavola 6 - Gi spread massimi applicati dalle banche (Mutui ventennali)

	Fisso					Variabile		
	Banca	Parametro	Spread massimo	Rispetto a ottobre		Parametro	Spread massimo	Rispetto a ottobre
	Banca Intesa	Tasso finito 6,30%		+0,64%		Euribor 1 mese	3,40%	+1,10%
	Banca Popolare di Lodi	Eurirs 20 anni	3,75%	+1,00%		Euribor 1 mese	3,75%	+1,00%
	Banca Popolare di Sondrio	Eurirs 20 anni	5,00%	0,00%		Euribor 1 mese	4,50%	-0,50%
	Banca Popolare di Vicenza	Eurirs 20 anni	4,50%	0,00%		Euribor 3 mesi 360	4,50%	0,00%
	Banca Sella	Eurirs 20 anni	4,50%	+0,50%		Euribor 3 mesi	4,50%	+1,50%
	Bancoposta	Eurirs 20 anni	2,65%	+0,70%		Euribor 3 mesi 360	2,65%	+0,70%
	Barclays	Eurirs 20 anni	5,70%	+3,56%		Euribor 3 mesi	5,55%	+3,25%
	Carige	Eurirs 20 anni	4,75%	+2,15%		Euribor 3 mesi	4,50%	+2,30%
	Cariparma	Eurirs 20 anni	5,00%	+2,5%		Euribor 3 mesi 360	3,50%	+1,0%
	CheBanca!	Eurirs 20 anni	3,55%	+1,55%		Euribor 1 mese	3,55%	+1,55%
	Credem	Eurirs 20 anni	4,50%	0,00%		Euribor 3 mesi	4,50%	0,00%
	Ing	Eurirs 20 anni	4,20%	+1,30%		Euribor 1 mese	3,50%	+1,30%
	Monte Paschi	Tasso finito 6,59%		+0,99%		Euribor 3 mesi	3,90%	+1,55%
	Ubi Banca	Eurirs 30 anni	4,50%	+1,50%		Euribor 3 mesi	4,50%	+1,50%
	Unicredit	Eurirs 20 anni	4,50%	+1,00%		Euribor 3 mesi	4,50%	+1,00%

Tavola 7 - Tassi nominali per la concessione di mutui immobiliari da varie banche

MUTUI A 20 ANNI	Fisso	Banca	Tasso nominale	Variabile	Tasso effettivo
		Cariparma - Crédit Agricole	5,77%		3,58%
		Webank	6,03%		3,80%
		BNL - Gruppo BNP Paribas	5,85%		3,61%
		Intesa Sanpaolo	6,10%		3,56%
		Gruppo Bipiemme	6,48%		n.d.
		CheBanca!	n.d.		4,12%
MUTUI A 30 ANNI	Fisso	Banca	Tasso nominale	Variabile	Tasso effettivo
		Webank	6,12%		3,80%
		Cariparma - Crédit Agricole	5,98%		3,83%
		BNL - Gruppo BNP Paribas	6,10%		3,86%
		Gruppo Bipiemme	6,39%		n.d.
		Intesa Sanpaolo	6,20%		3,86%
		CheBanca!	n.d.		4,12%

Il disinteresse sui mutui parrebbe anche ricambiato dalla clientela potenziale: i dati delle richieste di mutui registrano, secondo le analisi della centrale rischi Crif, percentuali negative di entità sconcertante: da ottobre il tasso tendenziale viaggia oltre il -40% e il 2011 si è chiuso a -19%. Una riprova viene dalla lettura dei dati della Banca d'Italia: nel 2011 lo *stock* dei mutui alle famiglie è aumentato di soli 15,6% miliardi euro rispetto alla fine del 2010, mentre l'anno precedente il saldo era stato di oltre 72 miliardi di euro.

La situazione riferita ad un mercato certamente di natura diversa rispetto a quello dei mutui di medio-lungo periodo richiesti dal sistema produttivo e nel nostro caso da soggetti gestori di *public facilities*, può in ogni caso fornire un'indicazione di tendenza.

Ciò in presenza di operazioni che presentavano un basso livello di rischio; il mutuo è garantito da ipoteca, è richiesto per quote che difficilmente superano il 60 - 70%, e soltanto lo "sgonfiamento" della bolla speculativa ancora presente nel settore potrebbe creare situazioni di sofferenze e difficoltà per i debitori e conseguentemente per il sistema creditizio.

5. I LIVELLI DEI TASSI SUL CAPITALE A DEBITO DA ADOTTARE IN QUESTA FASE DI TRANSIZIONE

5.1. LA FASE DI TRANSIZIONE, IN ATTESA DEL NUOVO SISTEMA TARIFFARIO E DELLA RETRIBUZIONE DELLE FUNZIONI DI REGOLAMENTAZIONE

Nelle parti precedenti si è illustrato come a seguito della parziale abrogazione referendaria dell'art. 54 comma 1 del D.Lvo 152/06, per dare un assetto definitivo al sistema di regolazione del comparto andrà attuato un iter procedurale che prevede i seguenti passaggi:

- l'AEE e Gas dovrà definire un nuovo metodo tariffario che dovrà sostituire l'attuale metodo normalizzato;
- il Ministero dell'Ambiente dovrà specificare le funzioni da trasferire attinenti la regolazione ed il controllo dei servizi;
- le Autorità d'Ambito dovranno operativamente applicare i criteri del nuovo metodo per determinare la tariffa da adottare nel corso dei prossimi anni.

In attesa del completamento di tale processo, nella gestione del sistema dell'ATO 2, si dovranno sviluppare le attività nel rispetto della Convenzione ATO2 – ACEA; e nello specifico:

- prevedere il mantenimento dell'attuale tariffa per quanto riguarda gli investimenti realizzati o in corso di realizzazione;
- prevedere, per i nuovi investimenti contenuti nel Piano degli interventi assunti a base della Convenzione, la eventuale rideterminazione delle tariffe con riferimento al costo della remunerazione del capitale derivante da debito (oneri finanziari e interessi passivi), al netto dell'utile di impresa precedentemente inserito nella tariffa nella misura forfettaria del 7%; tasso del capitale a debito che, nella situazione attuale, il mercato del credito è in grado di applicare.

Si tratta pertanto, come già illustrato, di scorporare da un tasso di rendimento del capitale omnicomprensivo (ad esempio quello utilizzato con il metodo normalizzato), l'utile di impresa limitando la inclusione in tariffa dei soli oneri finanziari ed interessi passivi concernenti il nuovo debito acquisito presso il sistema creditizio per coprire il fabbisogno derivante dagli investimenti da realizzare nel prossimo futuro.

Con riferimento all'incarico affidatoci, nei paragrafi successivi, sulla base delle analisi sviluppate presso alcuni "testimoni privilegiati" operanti nel comparto bancario, per verificare il livello dei tassi praticati nella fase attuale, viene suggerito un livello plausibile di detto tasso con riferimento alle attuali condizioni del mercato del credito nonché alle caratteristiche specifiche del settore idrico.

5.2. UN QUADRO DI SINTESI DEI RISULTATI DELLE ANALISI SVILUPPATE PRESSO IL SISTEMA CREDITIZIO

Le indicazioni contenute nel capitolo 4, con riferimento alle alternative ipotesi di reperimento del capitale a debito ed alle condizioni di mercato per altre tipologie di mutuo, hanno delineato un quadro alquanto articolato anche in termini di tassi/costi da sostenere.

Infatti le analisi sono state condotte in relazione alle seguenti modalità:

- l'accensione di mutui di medio lungo periodo presso il sistema bancario e nello specifico intervistando alcuni tra i più importanti operatori del comparto (Cassa Depositi e prestiti, Mediobanca, DEXIA, Banca Infrastrutture, Innovazione e Sviluppo – Gruppo Intesa; Unicredit ed indirettamente Monte dei Paschi di Siena – Capital Services). Si è rilevato per tali istituti che il costo/tasso per capitale di debito nelle attuali condizioni del mercato per mutui non superiori a 7-10 anni (eventualmente rinegoziabili a scadenza del mutuo originario), risulta ricompreso tra il 6,5 – 7,5% quale “tasso finito” (tasso di riferimento + spread) al netto delle spese di commissione e di consulenza;
- con riferimento alla stessa natura di capitale a debito, l'ACEA ATO 2 e la stessa ACEA stanno sostenendo un costo sull'indebitamento che negli ultimi anni è variato tra il 5,7 e il 7,4%. Si tratta di debiti acquisiti in un periodo nel quale le condizioni di mercato risultavano più favorevoli:
 - i tassi praticati nelle più recenti emissioni obbligazionarie dei soggetti gestori di risorse idriche, risorse energetiche (gas ed energia elettrica) risultano in un campo di variazione tra il 4,5% ed il 5,8%, oltre ad un tasso di retrocessione dell'0,5 - 1,2%; in particolare:
 - per prestiti *corporate* tra il 5,5 – 7,0%
 - per *project bond* riferiti a sistemi idrici Livelli superiori al 7-8%
- il livello del tasso di remunerazione del capitale definito dall'A.EE.G. per la trasmissione di Energia elettrica quale WACC (costo medio del costo di capitale, in termini reali al netto del tasso di inflazione) è quantificato per il prossimo triennio 2012-14, con il sistema di regolazione vigente, pari al 7,4% per i vecchi investimenti ed all'8,6 per gli investimenti post 2011;
- il livello dei tassi praticati sui mutui immobiliari per mutui a tassi variabili e per quelli a tassi fissi, variano nella situazione attuale tra il 4,5% ed il 6,5%.

La variabilità dei livelli rilevati per i vari approcci valutativi risulta — come evidenziato dai dati sopra riportati — piuttosto ampia; ciò in particolare per i tassi relativi a mutui bancari ed ad assunzione di obbligazioni che appaiono gli strumenti più adeguati per acquisire il capitale a debito. Ciò quale conferma delle difficoltà illustrate dai vari “testimoni privilegiati” interpellati circa i livelli praticabili su mutui di lungo periodo del sistema creditizio. Difficoltà connesse alla lunghezza/durata del mutuo, al *rating* del soggetto richiedente, alla tendenza all'aumento nei costi di raccolta del risparmio, all'evoluzione della tassazione pubblica ed ai provvedimenti adottati recentemente sui costi per le commissioni bancarie, per quanto riguarda i *project bond*, etc.

Proprio in relazione alla situazione, certamente non ancora in fase di miglioramento e non stabile, ed alla possibile evoluzione nei prossimi anni dello scenario di riferimento, la indicazione di un tasso applicabile in questa fase di transizione risulta alquanto complessa.

Si può ritenere tuttavia, sulla base dei risultati conseguiti dall'analisi sviluppata, che un tasso applicabile in grado di coprire gli oneri finanziari e gli interessi passivi su “capitale a debito” per il finanziamento connesso alla realizzazione di nuovi investimenti possa essere quantificato prudenzialmente intorno al livello del 7-7,5%

data la forte variabilità registrata (6,5 – 9%). Ciò in ogni caso al netto di tutti gli oneri bancari e consulenziali.

5.3. ULTERIORI COSTI DA SOSTENERE PER L'ACQUISIZIONE DI RISORSE FINANZIARIE

A. I COSTI DI COMMISSIONE E SPESE CONSULENZIALI

Si è richiamato più volte nell'illustrazione delle condizioni praticate in termini di "tasso finito" (tasso di riferimento EURIBOR o EURIRS + *spread*) dal sistema creditizio, che detto tasso non comprende ulteriori costi da sostenere nel reperimento del capitale da debito. E precisamente non sono comprese l'insieme delle commissioni bancarie che gli istituti di credito richiedono per l'erogazione di un mutuo.

Nello specifico, alle banche che partecipano al finanziamento di un mutuo per la realizzazione di investimenti da parte del soggetto gestore viene riconosciuta:

- una *up front fee* (un costo *una tantum* iniziale) per la sottoscrizione del finanziamento;
- una *commitment fee* (commissione di impegno per la quota del prestito non utilizzata ma messa a disposizione del soggetto gestore: commissione da versare negli anni di mancata utilizzazione del prestito quale compenso parziale a questo onere figurativo dell'Istituto bancario);
- una *agency fee* (commissione di agenzia per la banca agente) laddove sono presenti un *pool* di banche partecipanti alla operazione e da prevedere su base annua;
- infine le spese consulenziali (per tecnici, analisti finanziari ed altri) che hanno supportato l'istituto bancario ed il soggetto gestore nella negoziazione del debito strutturato.

Si tratta di commissioni e spese, in alcuni casi applicate in misura percentuale sull'importo del mutuo, (*una tantum* o da versare annualmente), in altri espresse in valori monetari erogati *una tantum* nella fase iniziale della concessione del mutuo stesso.

L'insieme di queste spese e commissioni ed importi in particolare:

- per quelle fissate in termini percentuali rispetto all'importo del mutuo (*commitment fee*, *agency fee*) del mutuo, possono essere valutate nel complesso del periodo nella misura di circa l'1% da portare in aumento del tasso finito;
- per quelle applicate *una tantum* in fase iniziale di erogazione del mutuo, che derivano da costi espressi in valori monetari e quindi non sempre funzione dell'ammontare del prestito, si può ritenere che in media comportino almeno un altro mezzo punto percentuale.

Pertanto il costo del capitale a debito passa da 6,5 – 7% a 8,0 – 8,5%; divenendo un tasso onnicomprensivo al netto degli utili di impresa.

B. COSTI ULTERIORI PER IL SOGGETTO GESTORE

Si è finora considerato che il costo per la remunerazione del capitale a debito sia unicamente quello relativo agli investimenti da realizzare da parte del soggetto gestore nel rispetto del Piano di ambito assunto a base della convenzione ATO con il soggetto gestore affidatario del servizio.

In effetti, come previsto anche nel metodo di calcolo dall'AEEG per la regolazione dei servizi di trasmissione di EE, sarebbero da conteggiare i costi che il soggetto gestore dovrà sostenere per l'acquisizione di ulteriori capitali di debito per far fronte alle esigenze di:

- capitale circolante (*working capital facility*) necessario per garantire la liquidità nel processo gestionale e far fronte quindi a spese sostenute per le quali le entrate sono realizzate in ritardo;
- capitale necessario per coprire i fabbisogni connessi ai ritardi registrati nei rimborsi IVA da parte dell'Amministrazione finanziaria (linea di credito IVA, che generalmente si affianca alla parte principale che è rappresentata dal prestito base);

Per questi ultimi, come si rileva dalle indicazioni contenute nella relazione di MPS-CS al Piano economico di Publiacqua per l'ATO 3 Medio Valdarno, vanno quindi considerati gli oneri finanziari e gli interessi passivi che il soggetto gestore dovrà sostenere per la Linea IVA (ritardo nei rimborsi): e ciò per le esigenze connesse al "finanziamento dei fabbisogni IVA correlati, principalmente alla realizzazione del Piano di investimenti" e cioè un "*revolving fund*" da utilizzare nell'arco temporale di attuazione del piano di interventi e che prevede quale modalità di rimborso il versamento delle risorse ricevute per i crediti IVA ottenuti da parte dell'Amministrazione finanziaria";

Nell'ambito di tale linea di credito (*revolving fund*) potrebbe essere ricompreso un ulteriore fabbisogno di finanziamento per sostenere il capitale necessario per il funzionamento (e cioè necessario per garantire la liquidità del soggetto gestore).

6. CONCLUSIONI

L'esito del referendum abrogativo e la prospettiva di un nuovo approccio di sistema di regolazione del regime tariffario del SII delineato dalla normativa vigente, hanno comportato una fase transitoria caratterizzata da estrema incertezza. La scelta da operare è infatti quella di definire se lasciare inalterata la tariffa ai livelli pre-referendum e cioè mantenere costante il tasso di remunerazione del capitale (pari al 7%) come previsto dal metodo normalizzato o al contrario determinare ex novo, sulla base delle condizioni attuali del mercato dei capitali, un tasso (costo) del capitale di debito, nel quale non dovranno figurare gli utili di impresa.

Ciò in quanto sulla base di varie disposizioni normative si deve garantire l'equilibrio tra costi e ricavi nella gestione di servizi pubblici; e quindi tra i costi vanno ricompresi i costi sostenuti dal soggetto gestore per il capitale di debito (e cioè oneri finanziari e interessi passivi).

La definizione del tasso che il sistema bancario può praticare allo stato attuale del mercato dei capitali come già illustrato nelle parti precedenti dipende ovviamente in larga parte dalle condizioni avverse che caratterizzano la fase attuale dell'economia e della finanza nonché dalle caratteristiche specifiche del settore idrico che possono rendere più difficile l'erogazione di prestiti dal sistema creditizio.

Va tenuto presente infatti che la crisi del sistema economico finanziario nel nostro Paese ha creato condizioni peggiorative nella concessione dei prestiti; tra questi vanno certamente considerate:

- la crisi che ha colpito il settore creditizio nel corso degli ultimi anni in termini di redditività, valutazione dei titoli azionari e di liquidità del settore stesso, anche per effetto di minore fiducia da parte dei risparmiatori nonché delle quantità minori di risparmio create dalle famiglie e dalle imprese a seguito della stagnazione/riduzione dei livelli di produzione delle imprese e della massa salariale disponibile per le famiglie;
- la riduzione della liquidità del sistema bancario ha determinato una minore erogazione di credito alle imprese ed al tempo stesso una più forte selezione delle richieste di credito con innalzamento dei tassi di impiego; ciò per effetto anche dell'aumentato costo di raccolta;
- la situazione in termini di liquidità è certamente migliorata per effetto della significativa iniezione di risorse a vantaggio del sistema del credito da parte della BCE e con tassi di interesse particolarmente bassi (1%); tuttavia in larga parte tale credito non è stato erogato al sistema delle imprese e delle famiglie ma è stato indirizzato a superare la crisi dei bilanci del recente passato nonché a sostenere l'acquisizione di titoli pubblici;
- lo scenario di incertezza sull'evoluzione delle condizioni nei prossimi anni che fa preferire da parte del sistema creditizio impieghi e breve medio termine rispetto a quelli di medio lungo periodo;
- lo scenario collegato a Basilea 3 che prevede durate dell'impiego in linea con la durata degli strumenti di raccolta e quindi la sempre maggiore difficoltà di erogare mutui di lungo periodo.

Questa situazione di per sé pesante, risulta più complessa per quanto concerne la concessione di credito ed il costo da sostenere per i soggetti gestori del sistema idrico. Ciò a causa delle particolarità del settore in genere e nello specifico delle incertezze riguardanti il sistema di regolazione dopo l'esito del referendum abrogativo.

Il settore idrico, come noto, è caratterizzato da specificità che rendono di minore interesse per il sistema bancario l'erogazione di credito e di conseguenza rendono più costoso il capitale di debito in termini di tassi praticati sui mutui da concedere.

Tra queste caratteristiche vengono ricordate:

- la lunga durata della vita economica delle infrastrutture idriche che comporta per effetto dei limiti posti alla tariffa idrica un modesto ritorno del capitale investito realizzato nel lungo periodo;
- in connessione di ciò l'esigenza per i soggetti gestori di mutui per un lungo periodo, in modo da coprire nel tempo la restituzione del debito;
- un'elevata intensità di capitale cui corrisponde un ammontare di ricavo non elevato proprio per il contenimento della tariffa per l'uso di un bene essenziale;
- durata delle concessioni stipulate con i soggetti gestori che in molti casi si concludono prima del completamento dei programmi di investimento;
- difficoltà per i soggetti gestori di fornire garanzie reali a fronte di finanziamenti corporati: a conclusione dell'affidamento della concessione gli investimenti realizzati

sono trasferiti ai Comuni e non sono d'altra parte recuperabili e destinabili ad altri usi. In pratica non possono essere dati in garanzia al sistema bancario.

L'insieme di tali caratteristiche comporta una minore attenzione da parte del sistema del credito nei riguardi del sistema idrico. O meglio l'eventuale erogazione del credito, come già illustrato, viene concessa per mutui di breve-medio periodo (tra i 7 e i 10 anni) e con tassi di interesse (tasso di riferimento + *spread*) nell'ordine di poco inferiore al 7% al netto di spese e commissioni, che salgono all'8-8,5 comprendendo anche dette spese e commissioni.

Si tratta in pratica di un costo superiore a quello previsto quale tasso forfettario onnicomprensivo nel metodo normalizzato adottato a seguito della L. 36/94.

Nella valutazione del tasso sopraindicato va infine rilevato che non sono conteggiati gli eventuali costi che il soggetto gestore potrà sostenere per l'apertura di ulteriori linee di credito ed in particolare per la Linea IVA e per la Linea Capitale circolante.

ALLEGATI

L'ELENCO DEI DOCUMENTI ASSUNTI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

IL QUADRO NORMATIVO: ELENCO DEGLI ALLEGATI

1. Decreto Ministeriale 1 agosto 1996 Metodo normalizzato per la definizione delle componenti di costo e la determinazione della tariffa di riferimento del servizio idrico integrato - Gazzetta Ufficiale - Serie Generale n. 242 del 15 ottobre 1996.
2. Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267 "Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 227 del 28 settembre 2000 - Supplemento Ordinario n. 162 Articolo 117 "Tariffe dei servizi".
3. Direttiva 2000/60/Ce del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2000 che istituisce un quadro per l'azione comunitaria in materia di acque – "Articolo 9".
4. Decreto Legislativo 3 aprile 2006, n. 152 "Norme in materia ambientale" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 88 del 14 aprile 2006 - Supplemento Ordinario n. 96 - Art. 170.
5. Legge n. 133 del 6/08/2008 "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, recante disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria." Articolo 23 bis "Servizi pubblici locali di rilevanza economica".
6. Legge 26 marzo 2010 n. 42 di conversione del d.l. 25 gennaio 2010 n. 2 recante "Interventi urgenti concernenti enti locali e regioni" - comma 186 bis.
7. Sentenza Corte Costituzionale n. 128 del 4 aprile 2011 con la quale viene ritenuta costituzionalmente legittima la soppressione dell'ATO
8. ANEA – Associazione Nazionale Autorità e Enti di Ambito: "Nota sugli effetti dei referendum abrogativi del 12 e 13 giugno 2011 sull'organizzazione del servizio idrico integrato (20/06/2011).
9. Decreto Legge n. 70/2011 (convertito in legge 106/2011 art. 10 comma 11 (Istituzione Agenzia nazionale per la regolazione e la vigilanza in materia di acqua)
10. Decreto del Presidente della Repubblica 18 luglio 2011, n. 116 Abrogazione parziale, a seguito di referendum popolare, del comma 1 dell'articolo 154 del decreto legislativo n. 152 del 2006, in materia di determinazione della tariffa del servizio idrico integrato in base all'adeguata remunerazione del capitale investito. in Gazzetta Ufficiale del 20 luglio 2011, n. 167.
11. Commissione nazionale per la vigilanza sulle risorse idriche: Lettera del Presidente con oggetto: "Referendum abrogativo della "adeguatezza della remunerazione del capitale investito" di cui all'art. 154, d.lgs. 152/2006" del 12/10/2011.
12. Decreto Legge 6/12/2011 n. 201 (convertito in Legge 22/12/2011 n. 214). Art. 21 comma 19: Soppressione dell'Agenzia nazionale per la regolazione e vigilanza in materia di acqua. Si affidava la competenza all'Ente incorporante: Autorità per l'energia elettrica gas ed acqua.
13. Deliberazione 29/12/2011 – ARG/elt/199/11 – Disposizione dell'Autorità per l'energia elettrica ed il Gas per l'erogazione dei servizi di trasmissione, distribuzione e misura dell'energia elettrica per il periodo di regolamentazione 2012-15 a disposizione in materia di condizioni economiche per l'erogazione del servizio di commissione.