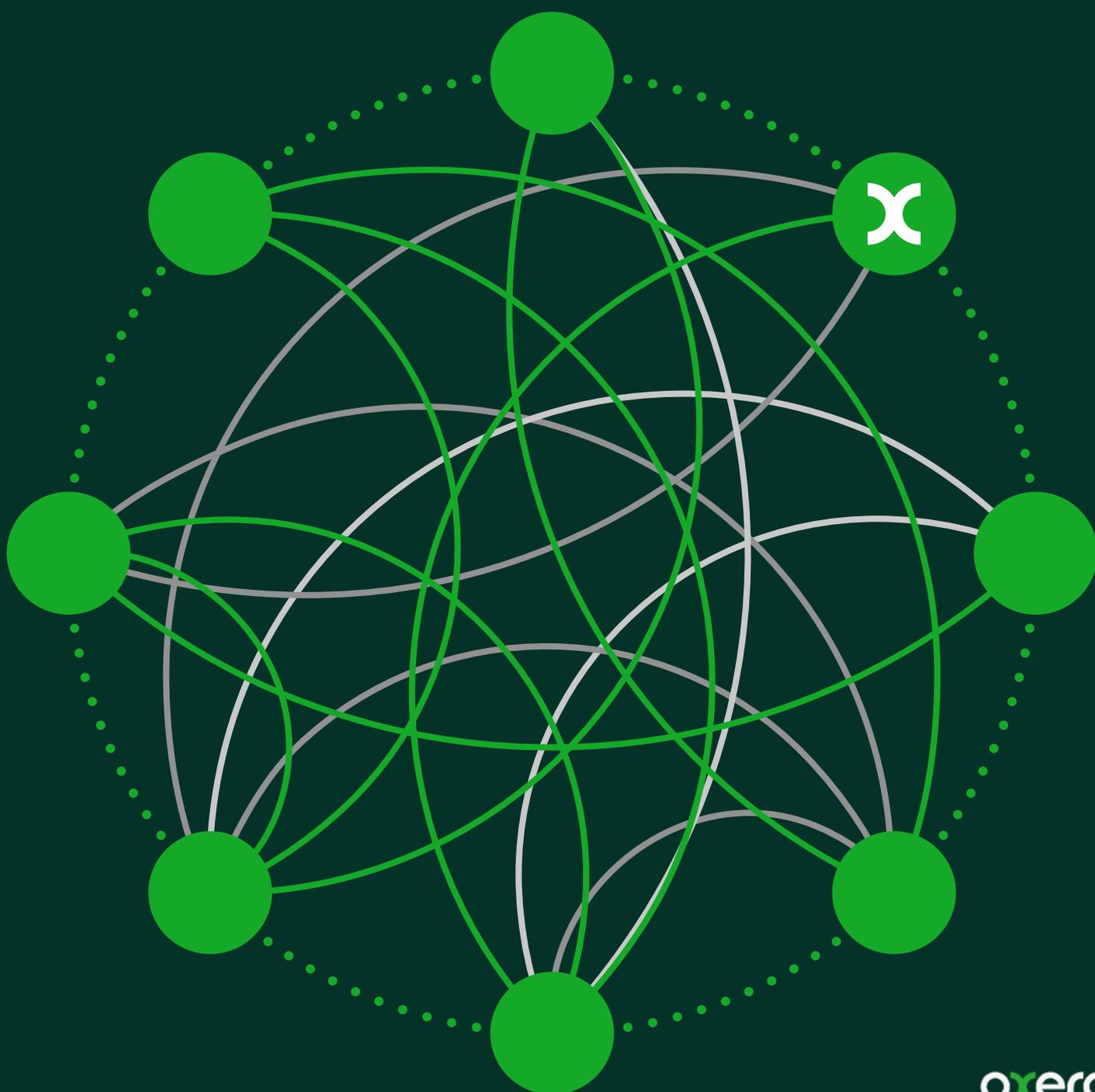


Sostenibilità finanziaria

Preparato per ARERA

Dicembre 2022



## 1 Contesto

---

Al fine di valutare la capacità di un'impresa regolata di finanziare le proprie attività quotidiane e gli investimenti in linea con quanto previsto dalla regolazione e normativa applicabili possono essere svolti alcuni test di finanziabilità.

In alcuni casi, specie nel Regno Unito, i regolatori hanno l'obbligo di garantire o di tenere conto della capacità di un'impresa regolata di finanziare le proprie attività. Il test di finanziabilità rappresenta quindi uno strumento per il regolatore per avere la certezza di aver rispettato questo obbligo.

Tuttavia, anche in assenza di uno specifico obbligo di assicurare la finanziabilità delle imprese (il cd. *financing duty*), è comunque *best practice* che il regolatore, al fine di proteggere gli interessi dei consumatori attuali e futuri, valuti l'impatto delle proprie decisioni sulla sostenibilità finanziaria delle imprese. Infatti, qualora le imprese di rete dovessero trovarsi in difficoltà finanziaria, o se i loro incentivi a realizzare investimenti efficienti fossero indeboliti, gli utenti (e più in generale la società) potrebbero dover sopportare costi molto significativi.

Al tempo stesso, è importante sottolineare come le decisioni di finanziamento e la scelta circa la struttura di capitale effettiva dovrebbero rimanere tra le responsabilità delle imprese e non tra quelle del regolatore.

---

Oxera Consulting LLP è una limited liability partnership di diritto inglese registrata in Inghilterra con numero OC392464 e sede legale al seguente indirizzo: Park Central, 40/41 Park End Street, Oxford OX1 1JD, Regno Unito; in Belgio con numero 0651 990 151 filiale: Avenue Louise 81, 1050 Bruxelles, Belgio; e in Italia con numero REA RM – 1530473 filiale: Via delle Quattro Fontane 15, 00184 Roma, Italia. Oxera Consulting (France) LLP, una filiale Francese: 60 Avenue Charles de Gaulle, CS 60016, 92573 Neuilly-sur-Seine, Francia è registrata in Neuilly-sur-Seine, con numero RCS 844 900 407 00025. Oxera Consulting (Netherlands) LLP, una filiale Amsterdam: Strawinskylaan 3051, 1077 ZX Amsterdam, Paesi Bassi è registrata ad Amsterdam con numero KvK 72446218. Oxera Consulting GmbH è registrata in Germania con numero HRB 148781 B (tribunale locale di Charlottenburg) e sede legale al seguente indirizzo: Rahel-Hirsch-Straße 10, Berlino 10557, Germania.

Sebbene sia stato fatto ogni sforzo possibile per assicurare l'accuratezza del materiale e l'integrità delle analisi oggetto del presente documento Oxera, nella massima misura consentita dalla legge, declina ogni responsabilità per azioni intraprese o decisioni assunte in base al suo contenuto.

Nessuna entità Oxera è autorizzata o regolata da alcuna Autorità Finanziaria o regolamento all'interno di uno dei paesi in cui opera o fornisce servizi. Chiunque desideri effettuare un investimento deve consultare il proprio broker o un consulente finanziario. Oxera declina ogni responsabilità per qualsiasi decisione di intraprendere un determinato investimento, di cui l'investitore si assume in via esclusiva il relativo rischio.

© Oxera 2022. Tutti i diritti sono riservati. Fatta eccezione per la citazione di un breve passaggio nel contesto di un commento o di una recensione, nessuna parte può essere riprodotta senza averne ottenuto l'autorizzazione.

## 2 Cosa si intende per sostenibilità finanziaria?

---

Tipicamente, al fine di assicurare la sostenibilità finanziaria in sede di aggiornamento del quadro regolatorio si considerano due diversi aspetti:<sup>1</sup>

- 1 che un'azienda efficiente e ben gestita possa ottenere un tasso di rendimento commisurato al costo del capitale; e
- 2 che i flussi di cassa dell'impresa, tenendo conto di tutte le componenti del pacchetto regolatorio, siano sufficienti a soddisfare il suo fabbisogno finanziario.

ARERA, come altri regolatori, cerca di rispettare il primo aspetto fissando il tasso di remunerazione del capitale investito attraverso la stima di un costo medio ponderato del capitale (WACC), tenendo conto delle evidenze di mercato sul costo del capitale proprio e sul costo del debito.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, le autorità di regolazione hanno tipicamente considerato la sostenibilità finanziaria come la capacità di un'impresa di mantenere un certo merito creditizio (*credit rating*). In genere, i test di finanziabilità previsti a fini regolatori cercano di replicare il modo in cui le agenzie di *rating* valutano il merito creditizio sulla base delle principali metriche aziendali, del profilo di rischio e dei principali indicatori o metriche sui flussi di cassa.<sup>2</sup> Inoltre, a complemento di questi indicatori possono essere considerate anche ulteriori metriche di interesse per quanto riguarda il capitale proprio (*equity*), quali ad esempio la copertura dei dividendi (*dividend coverage*) o il rendimento totale degli azionisti (*total shareholder returns*).

Il principale vantaggio è che, facendo direttamente riferimento ai principali indicatori e *ratio* usati dagli investitori azionari e in titoli di debito, questo approccio fornisce un quadro trasparente per le autorità di regolazione e per le imprese per avere rassicurazioni sul fatto che l'impresa regolata sarà in grado di finanziare le proprie attività.

---

<sup>1</sup> Si veda ad es. Ofgem (2010), *Regulating Energy Networks for the Future: RPI-X@20: Emerging Thinking – Embedding financeability in a new regulatory framework*, 20 gennaio, par. 3.1.

<sup>2</sup> Sebbene gli indici di credito siano un fattore importante nella valutazione della sostenibilità finanziaria, le agenzie di *rating* tengono conto di un insieme più ampio di fattori, quindi la valutazione è tipicamente più ampia dei soli indici di credito.

### 3 In che modo può essere valutata la sostenibilità finanziaria?

Non esiste un unico approccio per valutare la sostenibilità finanziaria e di conseguenza ci sarà sempre un certo grado di giudizio/discrezionalità nel determinare ciò che può essere considerato "finanziabile". Tuttavia, solitamente le analisi della sostenibilità finanziaria sono strutturate seguendo alcuni *step* descritti di seguito.

**1 Definizione dell'impresa nozionale, incluse le ipotesi sulla struttura finanziaria.** Le analisi sulla sostenibilità finanziaria sono infatti tipicamente svolte sulla base di imprese nozionali, ovvero sulla base di ipotesi sulla struttura finanziaria di una impresa efficiente. Ciò è collegato al fatto che le decisioni effettive di finanziamento spettano al management dell'impresa, quindi eventuali inefficienze nelle decisioni di finanziamento non dovrebbero influenzare le valutazioni di sostenibilità finanziaria. Sono quindi necessarie delle ipotesi rispetto a una determinata struttura finanziaria, che cerchino di approssimare le scelte che una impresa finanziata in modo efficiente farebbe in termini di *gearing*, portafoglio di debito e altri parametri chiave. Inoltre, per valutare la finanziabilità, in genere le autorità di regolazione limitano l'analisi dell'impresa nozionale alle attività regolate (facendo quindi in modo che le attività non regolate siano escluse dall'analisi). Se per la stima del WACC si utilizza una ipotesi di *gearing* nozionale, poi solitamente si impiega lo stesso livello di *gearing* nozionale anche per la valutazione della finanziabilità.

**2 Identificazione delle principali metriche per *equity* e debito.** Una parte importante delle analisi di sostenibilità finanziaria consiste in genere nell'esaminare gli indici di credito (*credit ratios*) utilizzati dalle agenzie di *rating*. Le agenzie di *rating*, nel definire i *rating* delle imprese danno un maggior peso ad alcune metriche. Ad esempio, nel caso specifico delle infrastrutture di rete nel settore dell'energia elettrica e del gas, i principali indicatori includono: *interest coverage ratio*, *gearing*, *FFO/net debt*,<sup>3</sup> *RCF/net debt*.<sup>4</sup> In genere, è buona prassi per le imprese e i regolatori fare riferimento alle stesse definizioni degli indici di credito utilizzate dalle agenzie di *rating*, in quanto sono queste agenzie che, in ultima istanza, determinano l'affidabilità creditizia sul mercato dei capitali. Nella tabella seguente sono sintetizzati gli indicatori finanziari utilizzati da Ofgem e dalle imprese di rete nel settore dell'energia e del gas per verificare la finanziabilità nel corso della *price review* RIIO-2.

---

<sup>3</sup> FFO indica *Funds from operations*.

<sup>4</sup> Moody's (2022), *Rating methodology: Regulated electric and gas networks*, 13 aprile.

Tabella 1 Indicatori finanziari valutati da Ofgem per RIIO-2

Indicatore	Formula
Gearing	$\frac{\text{Net debt}}{\text{RAB}}$
FFO interest cover (including accretions)	$\frac{\text{FFO (pre cash net interest)}}{\text{Cash net interest + principal inflation accretion}}$
FFO interest cover (cash interest)	$\frac{\text{FFO (pre cash net interest)}}{\text{Cash net interest}}$
AICR (Adjusted Interest Coverage Ratio)	$\frac{\text{FFO (pre cash net interest) - RAB depreciation}}{\text{Cash net interest}}$
Nominal PMICR (Post Maintenance Interest Coverage Ratio)	$\frac{\text{FFO (pre cash net interest) - RAB depreciation + RAB inflation}}{\text{Cash net interest + principal inflation accretion}}$
FFO / net debt	$\frac{\text{FFO (post cash interest) - principal inflation accretion}}{\text{Net debt}}$
RCF / net debt	$\frac{\text{FFO (post cash interest) - dividends - principal inflation accretion}}{\text{Net debt}}$

Fonte: Ofgem (2019), *Financeability assessment for RIIO-2*, 26 marzo, pag. 6.

Gli indici di credito forniscono un'indicazione della finanziabilità del debito, ma non dell'*equity* – ovvero del fatto che il quadro regolatorio fornisca un tasso di rendimento del capitale proprio che, in base al rischio che un certo investimento comporta, remunera adeguatamente gli investitori. Dato che le imprese si finanziano attraverso una combinazione di debito ed *equity*, questa è una componente importante per soddisfare l'obbligo di assicurare la finanziabilità delle imprese. È quindi importante considerare anche l'adeguatezza del tasso di rendimento del capitale proprio e di altri indicatori dell'*equity*. Simili valutazioni potrebbero ad es. includere alcune evidenze da valutazioni prospettiche del *Return on Regulated Equity* (RoRE) o indici di copertura dei dividendi (*dividend coverage ratios*).

**3 Definizione delle soglie minime o indici target.** Il passaggio successivo consiste nella definizione delle soglie minime per le principali metriche finanziarie, tenendo conto di un certo *rating target* per l'impresa regolata. In Inghilterra, tra le imprese regolate (e i regolatori) è pratica diffusa puntare a un *rating* di due *notch* al di sopra dell'*investment grade* (ovvero BBB+/Baa1).<sup>5</sup> Ciò riflette il fatto che i costi di finanziamento tendono a essere molto più elevati per le imprese con *rating* al di sotto dell'*investment grade*. Le agenzie di *rating* forniscono indicazioni sulle soglie minime per i principali indici finanziari. Di solito c'è un certo grado di flessibilità rispetto ai limiti inferiori dei singoli indici (piuttosto che una soglia minima "rigida"), ma queste linee guida offrono una forte indicazione di ciò che verosimilmente può costituire un problema di finanziabilità.

<sup>5</sup> Ad esempio, Ofgem ha definito la sostenibilità finanziaria come "an efficiently managed company geared at the notional level achieving credit metrics that are consistent with a 'comfortable investment grade' credit rating (BBB-A range) and exhibiting stable equity metrics." Si veda Ofgem (2012), *RIIO-T1: Initial Proposals for SP Transmission Ltd and Scottish Hydro Electric Transmission Ltd, Supporting Document*, pag. 45, par. 5.29.

Tabella 2 Intervalli indicativi per i principali indicatori

<b>Credit ratio</b>	<b>Fitch sub-rating: BBB</b>	<b>Moody's sub-rating: Baa</b>	<b>Moody's company rating: Baa1</b>
Net debt/RAV (%)	60–70	60–75	68–75
AICR (x)	1,6–2,2	1,4–2,0	1,4–1,6
Nominal PMICR (x)	1,8–2,5		
FFO/net debt (%)		11–18	
RCF/net debt (%)		7–14	

Fonte: Moody's (2022), *Rating methodology: Regulated electric and gas networks*, 13 aprile, pag. 6. Fitch (2022), *Sector Navigators: Addendum to the Corporate Rating Criteria*, 15 luglio, pag. 204; Moody's (2020), *RIO-2 Draft Determinations webinar*, 9 settembre, pag. 16.

4 Valutare se l'impresa nozionale rispetterà le soglie minime sulla base di quanto previsto dal quadro regolatorio. Questo passaggio tipicamente include l'analisi dei valori medi nel corso del periodo regolatorio, come anche dei trend, in quanto un peggioramento degli indici nel corso del tempo potrebbe rappresentare un segnale di problemi imminenti.

5 Analisi di sensitività utilizzando alcuni scenari alternativi plausibili.

Oltre a valutare se l'impresa è finanziabile nell'ipotesi che la sua performance sia in linea con le *baseline allowances* e raggiunga tutti gli obiettivi previsti dai meccanismi incentivanti, i regolatori e le imprese spesso effettuano anche uno "stress test" rispetto ad alcuni scenari negativi plausibili. Questi scenari negativi possono includere degli *shock* sul lato delle entrate o dei costi, o penalità nell'ambito di meccanismi incentivanti previsti nella regolazione. In genere, le autorità di regolazione cercano di assicurare che le imprese abbiano margini finanziari sufficienti per (i) assorbire eventuali *shock* negativi o (ii) far fronte a possibili errori di stima del regolatore nella definizione del quadro regolatorio (ad es. target di efficienza troppo sfidanti o irraggiungibili).

Questo *framework* generale utilizzato da altri regolatori rappresenta un punto di riferimento utile per come ARERA o le imprese di rete italiane attive nei settori dell'energia elettrica e del gas potrebbero cercare di definire e valutare la sostenibilità finanziaria. Tuttavia, l'approccio adottato dovrà naturalmente riflettere le specifiche caratteristiche di mercato in Italia.

#### 4 Chi dovrebbe essere responsabile per la valutazione della sostenibilità finanziaria?

Ci sono diversi modi in cui l'analisi della finanziabilità potrebbe essere integrata nel processo ROSS.

- 1 In primis, potrebbe essere previsto un processo di *assurance* da parte dell'impresa regolata nell'ambito dello sviluppo del *business plan*, che richiederebbe all'impresa di dimostrare che il *business plan* proposto è finanziabile e di identificare i principali rischi per la resilienza finanziaria. Ad esempio, Ofgem richiede che i consigli di amministrazione delle imprese di rete forniscano garanzie sulla finanziabilità della propria impresa, sia su base nozionale che reale.<sup>6</sup> Tra la documentazione a supporto dei propri *business plan*, alle imprese viene richiesto di mostrare evidenze delle principali metriche finanziarie definite da Ofgem.
- 2 In secondo luogo, nel momento in cui definisce i ricavi ammessi, ARERA potrebbe condurre, per ciascuna impresa (o per un sottoinsieme più ristretto, ad es. le imprese alle quali sarà applicato il ROSS-integrale), delle analisi della sostenibilità finanziaria sulla base di una serie di indicatori e soglie minime predefiniti.<sup>7</sup>
- 3 In alternativa, ciascuna impresa potrebbe assumersi la responsabilità di valutare (sulla base di una serie di metriche finanziarie predefinite) la propria performance finanziaria attesa in base al pacchetto regolatorio definito da ARERA e sollevare eventuali criticità per un approfondimento da parte di ARERA. Ciò implicherebbe che ARERA sarebbe coinvolta in questo processo unicamente nei casi in cui le imprese identifichino delle criticità (ovvero in via eccezionale).

Nel caso in cui fossero riscontrate potenziali criticità, ARERA e le imprese potrebbero considerare una serie di possibili rimedi.

---

<sup>6</sup> Ofgem (2019), *Financeability assessment for RIIO-2*, 26 marzo, pag. 9.

<sup>7</sup> Un aspetto da considerare è se queste analisi debbano essere fatte una volta per ciascun periodo regolatorio o, in alternativa, essere aggiornate annualmente, quando diventano disponibili maggiori informazioni sul livello delle CAPEX effettivamente sostenute.

Contatto

Leonardo Mautino

Partner

+39 06 90258080

leonardo.mautino@oxera.com

oxera.com



oxera