

L'INTERVENTO

FV, gli incentivi dopo la Corte Costituzionale

Per quantificare il danno negli eventuali arbitrati internazionali ci si deve basare sul tasso di sconto, ma occorre anche calcolare l'impatto del rischio normativo

di **Francesco Lo Passo***, **Dan Harris***

L'Italia, con circa 19.000 MW installati, è uno dei Paesi europei dove il fotovoltaico si è maggiormente sviluppato. Ciò va ascritto alle tariffe incentivanti dei cinque conti energia che si sono succeduti fra il 2005 e la metà del 2013, anno in cui si è raggiunto un costo complessivo annuo degli incentivi di 6,7 miliardi di euro.

Il clima per gli investimenti, tuttavia, si è via via deteriorato per diverse ragioni. Da un lato nuove misure introdotte nel tempo dal Governo e dal regolatore hanno incrementato i costi dei produttori. Fra queste possiamo citare a titolo esemplificativo la riduzione delle perdite riconosciute ai produttori, l'introduzione dell'Imu sugli impianti e l'incremento dei costi di trasporto sulla rete. Dall'altro, lo spalma-incentivi ha ridotto gli incentivi riconosciuti agli impianti FV con più di 200 kW. Molti proprietari di impianti FV hanno presentato ricorsi alla giustizia italiana, alcuni investitori esteri hanno avviato o stanno valutando l'avvio di arbitrati internazionali sulla base dell'Energy Chapter Treaty (l'Italia non vi aderisce più dall'anno scorso ma una "clausola di sopravvivenza" del Trattato prevede la sua applicazione fino al 2036 per gli investimenti effettuati entro gennaio 2016). A dicembre la Corte Costituzionale ha affermato la costituzionalità dello spalma-incentivi e ha ora pubblicato la relativa sentenza.

La situazione che si è creata per gli investitori esteri in Italia è analoga, pur nelle specificità dei casi, a quanto avvenuto in Spagna. Gli investitori hanno avviato arbitrati internazionali per il riconoscimento del danno causato dallo Stato, argomentando che gli investimenti erano stati realizzati sulla promessa di un determinato flusso di ricavi per tutta la vita utile degli impianti. La riduzione nei profitti determinata dal taglio degli incentivi, in particolare per la modifica tra i 20 e i 30 del numero di anni in cui percepire i sussidi a seconda della tecnologia, avevano violato l'impegno preso dallo Stato nei confronti degli investitori.

I produttori esteri di energia rinnovabile, tra cui gli investitori nel FV, hanno avviato circa 32 arbitrati internazionali contro la Spagna. La nostra esperienza in qualità di esperti economici nel Paese e in altri Stati è che la quantificazione dei danni richiede

un'analisi complessa per il confronto della situazione attuale con lo scenario prevedibile al momento dell'investimento ("but-for-scenario"). Gli investitori chiedono danni calcolati sui flussi di cassa inizialmente previsti e sui flussi di cassa inferiori per l'introduzione delle misure contestate.



La richiesta dei danni può essere contestata dal Governo sulla base di varie argomentazioni, quali: (i) la riduzione degli incentivi agli impianti esistenti è giustificata dalla necessità di eliminare profitti ingiustificati rispetto ai profitti inizialmente previsti; o (ii) gli incentivi devono essere corretti al ribasso per riflettere modifiche intervenute nelle condizioni economiche, finanziarie e tecniche del sistema elettrico derivanti da una migliore efficienza tecnologica e operativa. In Spagna il Governo ha anche detto che la modifica degli incentivi era giustificata (iii) dalla necessità di ridurre il deficit tariffario, un debito nei confronti del sistema elettrico accumulato negli anni per non avere adeguato le tariffe ai costi; e (iv) dal fatto che il deficit tariffario era stato determinato da incentivi eccessivamente generosi che erano riconosciuti alle fonti rinnovabili. Il Governo italiano potrebbe addurre giustificazioni sulla base della insostenibilità sociale degli incrementi previsti della componente A3 a carico dei consumatori finali.

Nell'ambito dei procedimenti di arbitrato internazionale, un tribunale arbitrale valuta le argomentazioni a supporto della quantificazione del danno e l'analisi economica presentata dagli investitori e le contro-argomentazioni presentate dallo Stato. La decisione del tribunale arbitrale, una volta divenuta a esecutiva, obbliga lo Stato al risarcimento del danno che è stato riconosciuto.

Nella quantificazione del danno assume importanza fondamentale il tasso di scon-

to che viene utilizzato per stimare l'entità del danno. Le modifiche introdotte in Italia, e in particolare lo spalma-incentivi, riducono i ricavi futuri degli impianti FV. Il Governo ha un forte incentivo a dire che gli investitori sopravvalutano i danni perché attualizzano i minori ricavi futuri con un tasso di sconto troppo basso. L'approccio suggerito è di utilizzare tecniche oggettive per calcolare un tasso di sconto ragionevole.

La quantificazione del danno presenta una difficoltà ulteriore perché si deve calcolare l'impatto del rischio normativo, in parte causata dall'incertezza creata dall'introduzione, per la prima volta, di modifiche significative delle regole. Il danno non deve essere stimato sul solo confronto dei flussi di cassa degli investimenti prima e dopo l'introduzione delle misure contestate.

La quantificazione del danno conduce a un valore maggiore di quello che emerge dal confronto fra i flussi di cassa degli investimenti perché prima gli investimenti avevano un flusso ragionevolmente stabile, e ora incerto per una più elevata leva operativa e il rischio di nuove modifiche normative. Il Governo potrebbe obiettare che le misure introdotte determinano una maggiore stabilità perché assicurano la sostenibilità economica e finanziaria del sistema elettrico a beneficio degli investitori in fonti rinnovabili, inclusi i produttori FV. Sulla base della nostra esperienza, la corretta quantificazione del danno in Italia deve includere anche la stima del rischio regolatorio che le misure contestate possono avere introdotto e accentuato.

I recenti arbitrati internazionali in Spagna e in altri Paesi indicano che le misure contestate determinano una riduzione del valore complessivo degli investimenti. Gli azionisti hanno diritto al risarcimento del danno subito se investitori internazionali. Non hanno invece diritto al risarcimento del danno i creditori locali, ad esempio le banche italiane. Il Governo cercherà verosimilmente di mostrare che la riduzione del valore degli investimenti ha determinato un danno per i creditori, e non per gli azionisti. E' pertanto necessario determinare l'ammontare del danno che è stato causato rispettivamente agli azionisti e ai creditori. Il calcolo deve essere effettuato su dati e con metodologie verificabili e può beneficiare dell'esperienza maturata sull'ampio numero di arbitrati internazionali.

Le decisioni dei tribunali arbitrali sull'entità dei danni hanno elementi di incertezza ma le probabilità di ottenere un giudizio positivo aumentano se le analisi fornite sono oggettive, ben strutturate e prive di errori, coerenti con le argomentazioni legali.

***The Brattle Group**