

Spett.le
Autorità di Regolazione per Energia Reti Ambiente
Alla c.a. della Direzione Infrastrutture
Inviata via PEC a: protocollo@pec.arera.it
Piazza Cavour, 5
20121 Milano (MI)

Milano, 2 dicembre 2021

Oggetto: Osservazioni di IGS S.p.A. al documento per la consultazione 488/2021/R/COM

Premessa

Per quanto riguarda il settore dello stoccaggio gas italiano, il contesto in cui si inserisce il documento 488/2021/R/COM è notevolmente mutato rispetto a quello in cui è stato emesso il primo documento. La fortissima ed inaspettata crescita del costo del gas a livello europeo ha dimostrato:

- l'esposizione del settore gas italiano dall'andamento dei mercati globali;
- l'integrazione crescente tra l'andamento della produzione elettrica da fonti rinnovabili, ancora non coadiuvato dall'apporto di accumuli elettrochimici sufficienti, e lo stoccaggio gas, che fornisce fondamentali apporti di punta necessari alla generazione elettrica dei cicli combinati.

Questo processo mostra come il ruolo dello stoccaggio si stia progressivamente ampliando, aggiungendo a quello più assicurativo e di moderatore del prezzo stagionale, una funzione di abilitatore della transizione energetica. Per supportare tale processo, IGS ritiene che al settore dello stoccaggio gas dovrebbe essere riconosciuto un aumento del valore del parametro beta simile a quello che l'Autorità sta proponendo per il settore elettrico e per il trasporto gas. Peraltro lo stoccaggio gas rappresenta una delle forme di accumulo di energia più a basso costo (5 €/MWh contro gli oltre 200 €/MWh ad oggi per lo stoccaggio elettro-chimico¹) e quindi è auspicabile che vengano garantite le giuste condizioni di redditività anche in relazione agli altri settori regolati dall'Autorità. Qualora venissero aumentati solo i beta dei settori trasmissione elettrica e trasporto gas, il beta differenziale tra stoccaggio gas e questi ultimi verrebbe ridotto tra il 25% e il 30% senza un reale cambiamento nella rischiosità relativa tra questi settori. Coerentemente con la regolazione precedente dell'Autorità, si propone di applicare allo stoccaggio gas lo stesso uplift indicato dall'Autorità nel DCO 488/2021 per il trasporto gas (pari a 0,036) al fine di mantenere lo stesso differenziale di rischiosità tra i due settori.

¹ US Department of Energy "2020 Grid Energy Storage Technology Cost and Performance Assessment"



Peraltro, nello specifico caso di IGS, come già indicato in risposta al primo documento di consultazione (DCO 308/2021), esiste un rischio legato alla copertura della differenza tra la durata regolatoria degli asset e quella della concessione che andrebbe coperto con un ulteriore uplift del parametro beta di 0,12 che porterebbe il parametro beta per IGS a circa 0,66.

Nel seguito sono riportate le osservazioni di IGS al Documento per la Consultazione 488/2021/R/COM sui criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per le regolazioni infrastrutturali dei settori elettrico e gas nel secondo periodo di regolazione (II PWACC).

Osservazioni di IGS al Documento per la Consultazione

S.1 Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC

Condividiamo l'orientamento del Documento di Consultazione di confermare per il II PWACC una durata del periodo regolatorio di sei anni con un aggiornamento periodico dei parametri infra-periodo, in continuità con l'impostazione adottata per il I PWACC.

S.2 Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC

Condividiamo l'orientamento dell'Autorità in merito ai parametri che devono essere oggetto di aggiornamento per la determinazione del WACC del secondo sotto-periodo.

Condividiamo inoltre il meccanismo trigger, per cui il WACC sarà aggiornato in ciascun anno se l'effetto complessivo dell'aggiornamento annuale dei parametri (RF nominale, inflazione incorporata nel RF (*isr*), SPREAD e indice iBoxx per costo del debito) comporta una variazione del WACC pari o superiore ai 50 punti base.

Rileviamo tuttavia, come già evidenziato nelle Osservazioni al DCO 308/2021/R/COM del 15 luglio 2021, **che il meccanismo trigger debba essere previsto fin da ora anche per il secondo sottoperiodo.**

S.3 Osservazioni in relazione alla metodologia per la determinazione del WACC

Condividiamo la proposta dell'Autorità di mantenere invariata la formulazione generale del WACC utilizzata nel I PWACC. Il WACC, in continuità con le modalità di calcolo adottate già nelle prime decisioni tariffarie, è calcolato come media ponderata del tasso di rendimento del capitale proprio (Equity) e del costo del debito, con i pesi per la ponderazione individuati sul gearing di settore. In



considerazione del fatto che i parametri sono espressi in termini reali, è previsto un fattore correttivo che assicura la copertura delle imposte sui profitti nominali.

Ribadiamo, tuttavia, come già rilevato nelle Osservazioni al DCO 308/2021/R/COM del 15 luglio 2021, **che la proposta dell'Autorità presenta forti elementi di discontinuità per quanto riguarda i criteri per la determinazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio (Risk Free Rate) con cui è calcolato il tasso di rendimento dell'Equity (Ke) e i criteri per la determinazione del costo del debito (Kd).** Per le nostre osservazioni su tali discontinuità rimandiamo alle risposte **S.5** e **S.10**.

S.4 Osservazioni in merito ai criteri generali di determinazione del Tasso di rendimento del capitale proprio

Condividiamo l'orientamento dell'Autorità di confermare l'approccio generale per la determinazione del costo dell'equity del I PWACC. In particolare, per quanto riguarda i criteri generali adottati, riteniamo condivisibili:

- l'applicazione del CAPM, con la determinazione del costo dell'equity come somma tra un tasso di rendimento per le attività prive di rischio più un premio al rischio, a sua volta calcolato come prodotto tra un premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium, ERP) e un coefficiente beta (β) che esprime il rischio sistematico non diversificabile dell'impresa regolata.
- l'individuazione del tasso per le attività prive di rischio con riferimento a paesi dell'area Euro con rating elevati, che però deve includere adeguati aggiustamenti che tengano conto degli effetti distorsivi sui rendimenti delle politiche monetarie espansive degli ultimi anni.
- il calcolo dell'Equity Risk Premium come differenza tra il Total Market Return (TMR) e il tasso di rendimento delle attività prive di rischio.
- l'inclusione di un premio per il rischio paese (Country Risk Premium, CRP) che rifletta la remunerazione aggiuntiva richiesta dagli investitori per investire in Italia rispetto ai paesi con rating elevati utilizzati per il calcolo del tasso Risk-Free.

Tale approccio risulta in continuità con la metodologia adottata nel I PWACC e contribuisce a garantire la stabilità, trasparenza e prevedibilità del quadro regolatorio.

La risposta S.5, come già anticipato, presenta le nostre osservazioni sul forte elemento di discontinuità della proposta dell'Autorità sui criteri per la determinazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio (Risk Free Rate).



S.5 Osservazioni in merito al Tasso di rendimento delle attività prive di rischio

Nel Documento di Consultazione, l'Autorità ha generalmente confermato gli elementi di forte discontinuità rispetto alla metodologia applicata nel I PWACC già introdotti nel Documento per la Consultazione 308/2021/R/COM. L'Autorità ha quindi proposto di:

- Abolire il floor al RFR reale applicato nel I PWACC;
- Introdurre tre componenti aggizionali: Convenience Premium(CP), Forward Premium (FP) e Uncertainty Premium (UP).
 - o Convenience Premium (CP): l'Autorità ritiene opportuno considerare nel calcolo del RFR un Convenience Premium. Tale Convenience Premium rappresenta il premio incorporato nei titoli di stato per le loro peculiari caratteristiche di liquidità e sicurezza, ed è misurato sulla base della differenza nei rendimenti dei titoli di Stato rispetto a obbligazioni societarie a rating elevato. Rispetto al DCO 308/2021/R/COM, l'Autorità ha indicato un valore finale compreso tra 50 e 100 punti base.
 - o Forward Premium (FP): l'Autorità ritiene opportuna l'introduzione di un Forward premium che rifletta le aspettative di crescita dei tassi di rendimento nel periodo di applicazione del parametro, basato sulle evidenze delle curve dei tassi forward. Rispetto al DCO 308/2021/R/COM, l'Autorità ha indicato un valore finale di 25 punti base.
 - o Uncertainty Premium (UP): l'autorità ritiene infine opportuna l'introduzione di un Uncertainty Premium che compensi il rischio che i tassi di interesse crescano più rapidamente di quanto rappresentato dai tassi forward, con conseguenti potenziali problemi di finanziabilità. Rispetto al DCO 308/2021/R/COM, l'Autorità ha indicato un range per il Convenience Premium tra 25 e 50 punti base sulla base di precedenti regolatori non identificati.
- Infine, per esprimere il RFR in termini reali, l'Autorità ha previsto di scorporare dal RFR nominale e nelle tre componenti aggizionali (CP, FP e UP) il tasso di inflazione implicita incorporato nei titoli di stato (isr). Tale metodologia rappresenta una variazione condivisibile rispetto al DCO 308/2021/R/COM, in cui le tre componenti aggizionali venivano espresse in termini reali attraverso l'inflazione attesa (ia).

Come già indicato nelle Osservazioni al DCO 308/2021/R/COM del 15 luglio 2021, **non condividiamo l'abolizione del floor al RFR reale**, in quanto la sua applicazione, come previsto dall'Autorità nel I PWACC, costituisce una soluzione semplice e trasparente per rimediare agli effetti distorsivi delle politiche monetarie espansive della BCE.



Condividiamo invece l'orientamento dell'Autorità ad aggiungere le tre componenti aggizionali (CP, FP, e UP) al RFR reale misurato sulla base dei rendimenti governativi. Tuttavia, riteniamo che **l'impostazione adottata nel Documento di Consultazione introduca degli elementi di notevole incertezza e discrezionalità nel calcolo del RFR reale.** In particolare:

- L'Autorità ha indicato un valore del Convenience Premium compreso "tra 50 e 100 bps", senza però specificare una metodologia precisa per la sua stima. La misurazione del Convenience Premium sulla base della differenza nei rendimenti dei titoli di Stato rispetto a obbligazioni societarie a rating elevato presenta una notevole complessità e introduce elementi di discrezionalità. Si rileva inoltre che le caratteristiche di liquidità e sicurezza tipiche dei titoli di stato sono presenti anche nel caso delle obbligazioni corporate con rating elevato. Per queste ragioni **riteniamo che l'Autorità debba fissare un valore del Convenience Premium pari al livello più alto del range, pari a 100 punti base.**
- L'Autorità ha previsto l'introduzione di un Uncertainty Premium indicando un valore compreso tra "25 e 50 bps" senza però una metodologia da utilizzare per il suo calcolo, che pertanto non è replicabile. **Riteniamo che l'Autorità debba fissare un valore dell'Uncertainty Premium pari al livello più alto del range, pari a 50 punti base.**

Il Forward Premium, invece, a differenza delle altre due componenti aggizionali è agevolmente calcolabile in considerazione del fatto che è basato sulle evidenze delle curve dei tassi forward valutati su orizzonti temporali coerenti con le frequenze di aggiornamento previste per il RFR.

S.6 Osservazioni specifiche in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF

Condividiamo la proposta del Documento di Consultazione di calcolare il parametro del RF su un orizzonte temporale annuale, compreso tra ottobre 2020 e settembre 2021.

S.7 Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato

Nel Documento per la Consultazione – in risposta ai numerosi commenti ricevuti dagli operatori, che hanno manifestato una generale preferenza per l'adozione di una media aritmetica per la determinazione del TMR reale – l'Autorità ha ritenuto preferibile mantenere il calcolo del TMR sulla base di una ponderazione tra la media aritmetica e quella geometrica con peso della media aritmetica, attribuendo alla media aritmetica un peso comunque *"non inferiore a 80%"*.

Come già osservato nelle nostre Osservazioni al DCO 308/2021/R/COM del 15 luglio 2021, **riteniamo ragionevole l'utilizzo di una media ponderata tra media geometrica e media aritmetica che attribuisca un peso minimo alla media geometrica**, in considerazione del fatto che l'orizzonte temporale del periodo regolatorio è breve, pari ai sei anni del periodo regolatorio, e il periodo temporale della serie storica è lungo, pari a centoventi anni delle serie storiche DMS. **Riteniamo dunque che l'Autorità debba attribuire alla media aritmetica un peso pari al 95%.**



S.8 Osservazioni in merito al Country Risk Premium

Condividiamo l'orientamento dell'Autorità di calcolare il CRP sulla base degli spread tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli di Paesi con rating elevato.

Condividiamo anche l'introduzione di un Forward Premium al CRP (FP^{CRP}), coerentemente con il calcolo del RFR, che tenga conto delle aspettative di crescita dello spread dei titoli di stato italiani rispetto ai titoli dei paesi con rating elevato. Per il triennio 2022-2024, il valore preliminare del parametro FP^{CRP} , calcolato come la differenza tra il Forward Premium relativo ai titoli di stato italiani e il Forward Premium relativo ai titoli di stato con rating AAA (Germania e Olanda), sulla base di curve spot dei tassi forward per settembre 2021 e settembre 2023, è pari a 0,41%.

S.9 Osservazioni in merito al coefficiente beta

Condividiamo l'orientamento dell'Autorità ad aggiornare la stima del beta, ma riteniamo che tale aggiornamento debba essere effettuato per tutti i settori regolati, inclusi i settori che presentano un parametro dell'asset beta superiore a 0,4. In particolare, un aumento del beta per il trasporto di gas, sulla base del quale l'Autorità ha determinato quello dello stoccaggio, applicando un uplift di 0,142, dovrebbe automaticamente determinare un aumento del beta dello stoccaggio, altrimenti il differenziale di rischio tra lo stoccaggio gas e il trasporto gas si ridurrebbe del 25%.

Ribadiamo, inoltre, come già rilevato nelle Osservazioni al DCO 308/2021/R/COM del 15 luglio 2021, che gli asset di IGS sono assoggettati ad ammortamento tecnico-finanziario che non consente il pieno ammortamento degli asset al termine della concessione. Pertanto, alla scadenza della concessione rimane un valore significativo degli asset il cui eventuale riconoscimento sarà oggetto di negoziazione con l'eventuale nuovo concessionario. Esiste pertanto un rischio che il valore residuo degli asset al termine della concessione non venga remunerato in caso di dismissione del sito di stoccaggio o alternativamente in caso di riconoscimento di un valore degli asset inferiore rispetto al valore netto della RAB residua. **Riteniamo quindi che l'Autorità debba tenere conto del rischio aggiuntivo legato alla remunerazione del valore residuo degli asset nel determinare il WACC di IGS mediante la selezione di un beta incrementato per tenere conto di questa componente specifica di rischio.**

S.10 Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito

Accogliamo la proposta dell'Autorità di calcolare il costo del debito sulla base degli indici iBoxx con un rating pari a BBB. Condividiamo, inoltre, il meccanismo di gradualità proposto dall'Autorità che prevede il calcolo del costo del debito per il primo triennio del II PWACC sulla base della media 50%-50% tra il valore di 2,4% relativo al triennio 2019-2021 e il valore risultante dalla nuova metodologia e sulla base della media 25%-75% tra il valore di 2,4% e il valore risultante dalla nuova metodologia per il secondo triennio del II PWACC.



Rileviamo tuttavia che il Documento per la Consultazione non ha considerato le richieste degli operatori di (i) includere un Country Risk Premium nel costo del debito e (ii) aumentare la componente relativa ai costi di transazione (ADD). A tale proposito:

- **Riteniamo che il costo del nuovo debito, calcolato sui rendimenti dell'indice iBoxx, deve essere incrementato di un Country Risk Premium** per includere i maggiori costi delle emissioni di debito in Italia, rispetto ai costi individuati sul paniere delle società non financial dell'indice iBoxx, coerentemente coi principi generali per il calcolo del WACC individuati nella Deliberazione 380/2020/R/COM e ribaditi nel Documento per la Consultazione 308/2021/R/COM (¶ 12.1.c).
- **Riteniamo che l'Autorità debba applicare un valore della componente ADD pari a 0,5%.** Come già rilevato nelle Osservazioni al DCO 308/2021/R/COM del 15 luglio 2021, il parametro ADD dovrebbe coprire i costi di emissione del debito, che riflettono le *financing fees* e le imposte che le società devono pagare *upfront* quando emettono nuovo debito. Tali *financing fees* e imposte generalmente ammontano da un minimo del 2% fino a oltre il 5% dell'importo finanziato. Assumendo una maturity media di 10 anni, questi costi corrispondono a costi annuali non attualizzati fino a oltre lo 0,5% annuo. Considerando che queste commissioni sono pagate *upfront*, i costi di emissione sosterebbero valori più elevati della componente ADD.

5.11 Osservazioni in merito ai parametri fiscali

Riteniamo condivisibile l'approccio metodologico di calcolare il parametro *T*, sulla base di una analisi dell'effettiva incidenza fiscale sui risultati delle società nel biennio 2019-2020, anche tenendo conto dell'evoluzione della disciplina fiscale. Tuttavia, riteniamo che un valore pari al 28% per il parametro *T* sottostimi l'effettiva incidenza fiscale, e conseguentemente il WACC reale pre-tasse.

5.12 Osservazioni in merito al peso del capitale proprio e del capitale di debito

Condividiamo l'orientamento del Documento di Consultazione di confermare il *gearing* come parametro specifico di settore, e riteniamo che i livelli di *gearing* – in continuità con il I PWACC – debbano essere non superiori al valore di 0,5. Il *gearing* dello stoccaggio deve essere 0,5, analogo al valore previsto per il secondo sottoperiodo regolatorio 2016-2021 del I PWACC.

5.13 Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali

Condividiamo l'orientamento del Documento di Consultazione di confermare l'applicazione del fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali. In considerazione del fatto che i parametri sono espressi in termini reali, la previsione del fattore correttivo assicura la copertura delle imposte sui profitti nominali.