



Spett.le  
**Autorità di Regolazione per Energia Reti e  
Ambiente**  
Direzione Infrastrutture Energia e Unbundling  
Corso di Porta Vittoria, 27  
20122 Milano

Prot: COMM/ALe/ALe/2021/1125

Frosinone, 02 Dicembre 2021

**Oggetto: Osservazioni di Società Gasdotti Italia (SGI) al documento per la consultazione 488/2021/R/COM ("DCO") "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)" – Orientamenti finali**

Di seguito le osservazioni di SGI agli spunti proposti nel DCO.

I contenuti non sono da ritenersi di carattere riservato.

***S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC***

SGI condivide l'orientamento dell'Autorità.

***S2. Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC***

Nell'attuale contesto di forte volatilità dei mercati finanziari, SGI condivide l'orientamento dell'Autorità di definire un meccanismo *trigger* di aggiornamento, anche annuale. In tale contesto SGI suggerisce di valutare livelli *trigger* inferiori a 50 bps.

***S3. Osservazioni in relazione alla metodologia per la determinazione del WACC***

SGI condivide l'orientamento dell'Autorità.



#### **S4. Osservazioni in merito ai criteri generali di determinazione del Tasso di rendimento del capitale proprio**

SGI condivide l'orientamento dell'Autorità.

#### **S5. Osservazioni in merito al Tasso di rendimento delle attività prive di rischio**

L'attuale situazione di tassi reali per attività prive di rischio con valore negativo è una circostanza dettata da condizioni eccezionali e nel passato è stata giustamente gestita evitando che tale evenienza contingente si riverberasse nel calcolo del WACC attraverso la fissazione di un *floor*.

Sulla base delle nostre stime, nella formulazione proposta dell'Autorità, il tasso  $RF^{nominal}$  risulterebbe negativo. Il tasso  $RF^{real}$  potrebbe risultare anch'esso negativo a seconda dei valori che verranno attribuiti alle variabili CP e UP. SGI suggerisce quindi di definire il valore di tali parametri in 1% per CP e 0,5% per UP, sulla base del massimo valore all'interno del range indicato, () al fine di:

1. evitare la definizione di un  $RF^{real}$  negativo, in contrasto con le normali logiche finanziarie;
2. favorire ulteriori investimenti sulla rete.

In tal senso, la stessa Oxera dichiarava nell'allegato al precedente DCO: *"The data suggests that non-sovereign institutions with even the highest creditworthiness face higher borrowing rates than those faced by governments. Specifically, the one-year average spread between AAA rated corporate bonds and highly rated EU government bonds (i.e. an average of the AAA and AA rated government bonds) ranges from 0.6% to 1.0%."*

#### **S6– Specifiche osservazioni in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF**

SGI condivide l'orientamento dell'Autorità.

#### **S7. Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato**

Come riportato nelle precedenti osservazioni, SGI ritiene che la media geometrica possa non essere considerata totalmente rappresentativa in quanto, come suggerito dallo stesso studio Oxera, non tiene conto della volatilità dei rendimenti annuali nel periodo di mediazione. Lo stesso studio dichiara infatti che nei testi accademici viene perlopiù adottata la media aritmetica per la stima dell'ERP mentre a media geometrica viene definita come significativamente «*downward-based*». Alla luce di questi elementi, SGI suggerisce di considerare la sola applicazione della media aritmetica. Nello stesso DCO viene indicato infatti che il peso della media aritmetica debba essere **non inferiore** all'80%. In tal senso, la stessa Oxera dichiarava nell'allegato al precedente DCO: *"While there is debate about which is the more appropriate averaging method in any given context, in standard corporate finance textbooks the arithmetic average is generally adopted for estimating the ERP to*



*use when computing required equity returns. Indeed, DMS themselves make the following statement: This [the arithmetic mean risk premium] is our estimate of the expected long-run equity risk premium for use in asset allocation, stock valuation, and corporate budgeting applications”.*

#### **S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium**

SGI condivide la nuova formulazione proposta dall'Autorità di includere il parametro  $FP^{CRP}$ . Ai fini del calcolo del parametro SPREAD si ritiene tuttavia opportuno considerare esclusivamente la differenza tra rendimento dei titoli di stato italiani e quelli dei Paesi a rating AAA, che potrebbe meglio rappresentare il premio per il rischio paese; infatti è evidente che i Paesi con un rating inferiore ad AAA non possano essere considerati *risk-free*, dato che qualsiasi rating inferiore ad AAA implica una probabilità di *default* superiore a zero.

#### **S9. Osservazioni in merito al coefficiente Beta**

SGI condivide l'approccio dell'Autorità di voler valutare la possibilità di prevedere una revisione al rialzo straordinaria del valore del Beta asset, quantomeno per i settori caratterizzati da valori inferiori allo 0,4, al fine di allinearsi alle esperienze internazionali.

#### **S10. Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito**

SGI condivide l'approccio proposto dall'Autorità di calcolare gli indici  $IBoxx^{Spot}$  e  $IBoxx^{10y}$  sulla base delle sole obbligazioni non finanziarie con rating BBB, che si ritiene rappresentino in modo più accurato il rating delle *utilities* italiane. SGI condivide inoltre l'approccio dell'Autorità di definire un meccanismo di gradualità nell'applicazione della nuova formulazione proposta, che consenta di evitare significative discontinuità rispetto al passato; tuttavia, si ritiene che il significativo impatto atteso dalla nuova formulazione proposta (se comparata con la formulazione corrente) giustifichi meccanismi di gradualità che ponderino in modo più significativo il costo del debito riconosciuto nel precedente regime regolatorio (2.4%). Per garantire tale transizione graduale, in linea con gli indicati obiettivi di stabilità regolatoria perseguiti dall'Autorità, si potrebbe ritenere ragionevole attribuire un peso non inferiore all'85% al valore determinato secondo la precedente formulazione nel primo triennio e del 75% nel secondo.

#### **S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali**

Pur condividendo l'orientamento dell'Autorità di adottare criteri e metodologie coerenti con quelli previsti nei precedenti periodi di regolazione, SGI ritiene che il valore coefficiente  $T_p$  identificato dall'Autorità (28%) non rifletta pienamente l'effettivo carico fiscale delle società. Inoltre, il 2020 potrebbe essere influenzato da agevolazioni fiscali “straordinarie”, finalizzate a fronteggiare gli effetti della pandemia (i.e. sconto IRAP). Infatti, il valore  $T_p$  indicato dall'Autorità non sarebbe in



grado di remunerare l'aliquota fiscale teorica, composta da un'aliquota IRES del 24% e da un'aliquota IRAP del 4,82% (ad esempio per il Lazio). Infine, in termini più generali, SGI non ritiene sussistano ragioni o siano intervenuti elementi normativi che giustifichino una revisione dei valori ad oggi applicati.

***S12. Osservazioni in merito al peso del capitale proprio e del capitale di debito***

SGI condivide l'orientamento dell'Autorità.

***S13. Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali***

SGI condivide l'orientamento dell'Autorità.