

**RISPOSTA DI 2i RETE GAS S.p.A. AL
DOCUMENTO PER LA CONSULTAZIONE 488/2021/R/com**

**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**

OSSERVAZIONI GENERALI

2i Rete Gas formula di seguito le proprie osservazioni riguardo gli orientamenti finali illustrati dall'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (di seguito anche solo Autorità o ARERA) nel documento per la consultazione 488/2021/R/com (di seguito DCO) circa i 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).

Pur rilevando come nei propri orientamenti finali l'ARERA abbia tenuto in parte conto di alcune delle osservazioni formulate in occasione della precedente consultazione di cui al DCO 308/2021/R/com, si ritiene, tuttavia, che alcuni aspetti delle proposte per il calcolo del WACC del secondo periodo regolatorio, delineate nel DCO con gli orientamenti finali, presentino ancora alcuni rilevanti elementi di criticità.

In primo luogo, quanto prefigurato in merito alla riduzione del valore del parametro relativo all'incidenza fiscale sul risultato d'esercizio, sembra essere basato su un'analisi dei dati riportati nei rendiconti annuali separati (CAS) per il biennio 2019-2020 della quale non sono posti in consultazione dettagli di svolgimento e relativi risultati e che potrebbe non aver tenuto conto di eventuali partite di carattere non ricorrente, quindi da sterilizzare nella definizione di un parametro comune a tutti gli operatori infrastrutturali per più anni. Un'analisi completa in proposito richiederebbe di conseguenza una specifica raccolta di dati e informazioni che non risultano direttamente desumibili - o lo sono in parte - dai dati dei CAS, risultando in alcuni casi ricompresi in altre voci dei bilanci societari. L'ipotizzata riduzione non era, peraltro, in alcun modo prefigurata o presagibile dal precedente DCO 308/2021/R/com, in occasione del quale non si è quindi potuta evidenziare la necessità di tener conto degli effetti di specifiche voci di minori imposte non ricorrenti o incentivi fiscali, presenti nei bilanci delle società e non direttamente evidenti dai CAS (quali super e iper ammortamento di beni strumentali, l'ACE, attività immateriali e partecipazioni di controllo).

In seconda battuta, con riferimento agli elementi per la determinazione del tasso RF ed in particolare al *Convenience premium* (CP), risulta poco comprensibile la motivazione per quale la fissazione del parametro CP viene prospettata all'interno del *range* 50÷100 bps, dopo aver riconosciuto, in occasione della prima consultazione, di ritenere corretto per tale parametro "valori nell'intorno dell'1%" sulla base delle risultanze dell'analisi effettuata da Oxera nel report allegato al primo DCO (che per il CP individuava valori nell'intervallo 0,6÷1%). Tale modifica di orientamento appare ancora meno spiegabile considerando, in una visione complessiva, la situazione e la valorizzazione dei restanti premi

non appaiono mutate rispetto a quanto illustrato in proposito nel DCO 308/2021/R/com.

Oltre a quanto sopra, sembra poco coerente con una logica di gradualità, quale quella dichiarata dall'Autorità (e ritenuta ragionevole/condivisibile), l'applicazione delineata nel DCO per il nuovo metodo di calcolo del costo del debito, che, attuando in pratica la predetta logica di gradualità, ne riduce notevolmente la portata, prevedendo *step* non omogenei e squilibrati nel percorso di raccordo tra impostazione corrente e impostazione prospettica, e determina quindi una rilevante discontinuità in occasione del passaggio dalla situazione attuale al primo semi-periodo del nuovo PWACC.

Anche l'orientamento a prevedere una revisione straordinaria del livello del *beta* solo in relazione ad alcuni servizi infrastrutturali regolati pare inquadrato in modo non adeguatamente approfondito. Se infatti, da un lato, si rileva positivamente il riconoscimento, da parte dell'Autorità, della necessità di valutare un possibile aggiornamento straordinario di tale parametro, anche in ragione della fase che sta caratterizzando il contesto attuale, dall'altro paiono poco dettagliati gli approfondimenti svolti circa l'asserito "sostanziale riassorbimento" dell'effetto congiunturale, che condurrebbe l'Autorità a rinviare - di fatto - ulteriori approfondimenti alla specifica revisione della regolazione di ciascun servizio infrastrutturale e ad applicare in via contingente un rialzo del *beta* asimmetrico, solo per i servizi per i quali oggi sono considerati livelli inferiori di tale parametro. Pur volendo assumere che gli effetti congiunturali possano in qualche modo ritenersi sostanzialmente riassorbiti (circostanza tutt'altro che dimostrata, anche alla luce degli ulteriori sviluppi dell'emergenza pandemica cui si sta assistendo nelle ultime settimane), si ritiene che, nel più ampio contesto della transizione energetica, siano rilevabili chiari elementi di un indice di rischio indubbiamente variato (al rialzo) nel settore dell'energia - e quindi anche riguardo i servizi infrastrutturali regolati - rispetto ai valori di riferimento oggi riflessi nella regolazione del WACC, definiti e invariati ormai da diversi anni. Una revisione limitata solo ad alcuni dei servizi infrastrutturali non renderebbe quindi ragione del differente rischio relativo tra le singole attività infrastrutturali del settore energetico, che vedrebbero "appiattite" le intrinseche differenze tra un servizio e l'altro. In altre parole: il prospettato intervento in conseguenza degli approfondimenti che avrebbero dovuto verificare gli effetti congiunturali (necessariamente trasversali e non asimmetrici) sul livello di rischio espresso dal coefficiente *beta* per i diversi settori infrastrutturali assume la forma di un forzato processo di convergenza tra settori a rischiosità intrinsecamente diversa e, riducendo la rischiosità "addizionale" riconosciuta ai settori a maggior livello di rischiosità (riduzione a nostro avviso peraltro infondata e ingiustificata per la distribuzione gas), equivale ad introdurre - di fatto - una variazione al ribasso del *beta* per i settori con livello del parametro superiore a 0,4; variazione che, anche ove fosse ipoteticamente riscontrabile, avrebbe dovuto in ogni caso essere valutata nell'ambito di un diverso procedimento e cioè nell'ambito della revisione regolatoria di ciascun settore infrastrutturale.

Stante la particolarità del contesto macroeconomico - nazionale e internazionale - e la rilevanza del compito dell'Autorità nell'individuare dei valori adeguati dei diversi parametri che concorrono al calcolo del WACC (e nel definire, quindi, il tasso di remunerazione che sarà applicato a tutti gli investimenti dei prossimi anni nell'impegnativo percorso di transizione energetica, con gli obiettivi di garantire stabilità e certezza del quadro regolatorio e la tutela degli utilizzatori dei servizi regolati), si ritiene più in generale indispensabile che il Regolatore conduca le sue analisi secondo un approccio integrato:

- garantendo il perseguimento degli obiettivi tenuto conto delle peculiarità del contesto nazionale;

- tenendo altresì presenti i rischi connessi alla fissazione di un livello inadeguato di remunerazione del capitale.

Riguardo quest'ultimo aspetto, sarebbe pertanto auspicabile che nella fissazione dei parametri che concorrono al valore risultante del WACC fosse adottato un approccio improntato, almeno in parte e/o per i parametri maggiormente influenti, al principio dell'"*aiming up*" (scelta di valori nella parte superiore dell'intervallo di stima dei parametri di volta in volta esaminati), secondo un'impostazione già seguita da altri regolatori in Europa¹.

Si riportano di seguito le risposte ai singoli spunti per la consultazione.

* * *

S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.

Come già osservato in occasione della risposta al primo documento di consultazione, appare ragionevole e condivisibile mantenere un periodo regolatorio della durata di 6 anni.

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

In via preliminare si evidenzia che, nell'ambito di diverse opzioni disponibili per determinare frequenze e modalità di aggiornamento dei diversi parametri del WACC, siano da ritenere come più opportune quelle maggiormente in grado di intercettare con tempestività eventuali mutamenti del quadro macroeconomico e di aggiornare di conseguenza i relativi parametri, garantendo al contempo - per quanto possibile - la certezza e la stabilità della regolazione, a beneficio di operatori, investitori e utenti del servizio.

Da questo punto di vista, tra le due ipotesi poste in consultazione con il DCO 308/2021/R/com (ipotesi A e ipotesi B), sembrerebbe preferibile l'ipotesi B perché teoricamente in grado di garantire un miglior equilibrio tra esigenza di stabilità regolatoria e necessità di recepire variazioni significative del quadro macroeconomico. Di conseguenza, la corrispondente impostazione degli aggiornamenti delineata per un'ipotesi di questo tipo pare, nel suo complesso, ragionevole e condivisibile.

Riguardo la soglia per l'attivazione del meccanismo *trigger* cumulato, si osserva che il livello di 50 bps prospettato sembra adeguato. L'effettiva capacità di catturare e riflettere adeguatamente, nella logica immaginata, le variazioni di contesto sulla base delle variabili misurate potrà comunque essere verificata solo nel tempo, in relazione agli andamenti del quadro macroeconomico, talora non prevedibili, per taluni risvolti, in particolari situazioni congiunturali.

In relazione alla possibilità di prevedere fin da subito il meccanismo *trigger* anche per il secondo semi-periodo/triennio, si ritiene condivisibile l'orientamento dell'Autorità di rinviare tale valutazione al termine del primo triennio, in funzione delle condizioni del quadro macroeconomico e della situazione congiunturale.

Con riferimento all'aggiornamento dei parametri fiscali, si ritiene condivisibile la cadenza triennale prospettata dall'ARERA. Risulta altresì condivisibile la proposta di far rientrare il *Convenience Premium* nel novero dei parametri da mantenere invariati lungo l'intero periodo di regolazione, così

¹ Esempi di politiche di "*aiming up*" nella regolazione di altri Paesi europei si possono trovare in interventi regolatori della CMA (Competition and Markets Authority) in UK e della CRU (Commission for Regulation of Utilities) in Irlanda.

come la proposta di effettuare le valutazioni circa l'adeguatezza del livello di *gearing* in occasione delle revisioni tariffarie specifiche di ogni singolo servizio regolato.

Per quanto invece riguarda il parametro *beta*, riguardo al quale si formuleranno osservazioni più dettagliate in risposta allo spunto di consultazione S.9, si ritiene ragionevole mantenere una frequenza "normale" di verifica ed eventuale aggiornamento del parametro corrispondente alla durata delle regolazioni tariffarie specifiche di ciascun settore/servizio, ma, come già evidenziato nelle *Osservazioni generali*, non si condivide quanto proposto dall'Autorità al par. 7.54 circa l'opportunità di attuarne una revisione straordinaria solo per taluni servizi infrastrutturali (quelli aventi un valore di β^{asset} inferiore a 0,4). Un simile approccio differenziato non pare, infatti, adeguatamente motivato e si riterrebbe invece necessario - e più equilibrato a livello complessivo - un aggiornamento straordinario del parametro per tutti i servizi energetici regolati, quale prima revisione da verificare e completare - semmai - in occasione delle revisioni tariffarie dei singoli servizi.

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

Come già espresso in risposta al DCO 308/2021/R/com, si condivide l'orientamento dell'Autorità di confermare la determinazione del WACC secondo la metodologia *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e come tasso di rendimento espresso in termini reali.

Per quanto, invece, riguarda l'approccio *pre-tasse* o *post-tasse*, in linea generale, come pure già espresso in occasione della consultazione sugli orientamenti iniziali, si considererebbe preferirebbe l'adozione del criterio *pre-tasse*, considerando anche di quanto osservato dall'Autorità nel primo DCO sulla minor complessità rispetto all'approccio *post-tasse* (meno agevolmente percorribile in particolare in riferimento ai servizi di distribuzione, dove sono presenti numerosi operatori, per i quali si renderebbe necessaria una valutazione puntuale dei carichi fiscali per impresa).

Tuttavia, alla luce dell'inattesa proposta di riduzione (da 31% a 28%) del valore del parametro fiscale T_p , qualora l'ARERA intendesse dare effettivamente seguito a tale orientamento, si riterrebbe allora piuttosto preferibile adottare un approccio *post-tasse*, che consenta un'effettiva misurazione dell'incidenza fiscale, anche se con una complessità di elaborazione notevolmente maggiore, per la necessità di valutazione puntuale dei carichi fiscali per impresa. Si rinvia, ad ogni modo, alla risposta allo spunto di consultazione S.11 per maggiori e più dettagliate osservazioni in proposito.

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

In relazione ai criteri di determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio, come già osservato in risposta al primo DCO, si condivide la proposta dell'ARERA di procedere in continuità con il primo periodo regolatorio e, quindi, di confermare l'approccio generale già adottato ai fini della determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio.

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

L'approccio delineato dall'ARERA nel DCO 308/2021/R/com per il calcolo del tasso di rendimento delle attività prive di rischio (RF) - e per lo più confermato nel presente DCO - risulta comprensibile e

in linea generale e in astratto condivisibile.

Con riferimento ai premi che verrebbero introdotti nella formula del tasso di rendimento del capitale proprio si osserva tuttavia quanto segue.

In relazione ai dati di *input* utilizzati per effettuare il calcolo del *Forward Premium* (FP) e del *Convenience Premium* (CP), richiamando anche le considerazioni già espresse in risposta al primo DCO, si ritiene che ai fini della stima di tali parametri andrebbero considerati e inclusi anche i titoli di Stato con *rating* AA. Tale inclusione, nonostante quanto sostenuto nel DCO circa la limitata casistica a disposizione e l'effetto poco significativo che tale ricomprensione determinerebbe sul valore del parametro FP - renderebbe la formula di calcolo del RF più coerente con l'impostazione generale di altri elementi della metodologia. Si osserva, al riguardo, che risulta poco comprensibile l'esclusione dei titoli governativi con *rating* AA nella determinazione del parametro FP, per contro inclusi ai fini del calcolo del FP^{CRP} vengano inclusi (con la conseguenza, quindi, di una sottostima del FP totale).

Inoltre, sempre con riferimento al calcolo del *Forward Premium*, si ritiene che un metodo di stima fondato sui dati storici, in luogo dei tassi *spot*, possa riflettere meglio all'interno del parametro la volatilità dei tassi di rendimento dei titoli governativi.

Con riferimento alla valorizzazione dei premi, risulta peraltro poco comprensibile anche la motivazione per quale viene prospettata la fissazione del CP all'interno del range 50÷100 bps, dopo aver indicato di ritenere corretto per tale parametro "valori nell'intorno dell'1%", ai fini dell'identificazione del tasso RF e sulla base delle risultanze dell'analisi effettuata da Oxera nel report allegato al primo DCO (che per il CP individuava valori nell'intervallo 0,6÷1%²). Ciò appare ancora meno spiegabile considerando, in un'ottica complessiva, che la valorizzazione dei restanti premi non appare mutata rispetto a quanto proposto nel DCO 308/2021/R/com.

Ove il valore adottato per il CP dovesse essere ridotto rispetto a quanto prospettato nell'ambito della prima consultazione e non essere stabilito su valori nell'intorno dell'1% ma a livelli sensibilmente inferiori, depotenziando la portata di questo parametro, si ritiene che l'Autorità, pur mantenendo l'orientamento a rimuovere un *floor* (positivo), dovrebbe quanto meno prevedere di riportare a zero gli eventuali valori negativi che dovessero risultare dall'applicazione matematica della formula del RF, completandone quindi l'espressione formale con l'indicazione:

$$RF = (RF_{nominat} + CP + FP + UP - isr) / (1 + isr) \quad \text{per } (RF_{nominat} + CP + FP + UP - isr) / (1 + isr) \geq 0$$
$$RF = 0 \quad \text{per } (RF_{nominat} + CP + FP + UP - isr) / (1 + isr) < 0$$

Ciò anche per gestire, in assenza di un adeguato livello del CP, eventuali future ed inattese situazioni che potrebbero determinare valori negativi del parametro.

Sempre in tema di valorizzazione dei premi prefigurati ai fini dell'identificazione del tasso RF e richiamando quanto in parte già rilevato in risposta al primo DCO, si osserva come la stima di un UP consistente e attendibile risulti particolarmente complessa per l'intrinseca volatilità delle previsioni del

² Nella nota 11 del DCO 308/2021/R/com è indicato che "Come evidenziato nel Rapporto Oxera, il differenziale medio tra obbligazioni societarie con rating A e titoli di Stato con rating AAA, calcolato a marzo 2021, è risultato compreso tra 0,7% e 0,8%, mentre il differenziale tra obbligazioni societarie con rating AAA e titoli di Stato con rating AA è risultato compreso tra 0,6% e 1,0%" e al punto 13.14 del DCO "Si ritiene corretto, pertanto, che ai fini dell'identificazione del tasso RF si consideri l'impatto del Convenience premium, con valori nell'intorno dell'1%".

mercato sull'evoluzione dei rendimenti futuri. Pertanto, al fine di evitare che il valore finale di RF risulti eccessivamente basso (con conseguente effetto sul WACC) sarà importante che il valore prescelto per l'*Uncertainty Premium* si collochi al livello superiore dell'intervallo proposto in aderenza a quanto suggerito da OXERA, in applicazione del principio dell'*aiming up* richiamato nelle *Osservazioni generali*. Si ritiene, quindi, che il valore del parametro UP dovrebbe essere fissato pari almeno allo 0,5%. Ciò anche per tener conto:

- del "rischio inflazione", che ARERA non sembra considerare pur essendosi palesate, negli ultimi mesi, non poche evidenze di tale rischio. In proposito si osserva infatti che i tassi di inflazione, anche con riferimento allo swap a 10 anni (utilizzato per attualizzare i rendimenti nominali dei titoli di Stato), mostrano un aumento importante negli ultimi mesi, *trend* che appare slegato da quello dei rendimenti obbligazionari governativi, influenzati dai programmi di acquisto della BCE;
- del fatto che non è prevista l'applicazione di un CP al CRP.

Si condivide, infine, la proposta dell'ARERA di adottare un unico parametro, nello specifico il tasso *isr*, per deflazionare i rendimenti nominali, pur continuando a ritenere che ai parametri UP, CP e FP, trattandosi di premi impostati come "delta" e quindi per loro natura né nominali né reali, l'effetto dell'inflazione non dovrebbe essere applicato.

S6. Specifiche osservazioni in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF.

Con riferimento all'ampiezza del periodo di rilevazione dei dati per il calcolo del parametro RF, si condivide la proposta dell'ARERA di fissarla pari a un anno.

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

Come già osservato in risposta al DCO 308/2021/R/com, si ritiene più ragionevole che il *Total Market Return* (TMR) sia stimato utilizzando esclusivamente la media aritmetica dei tassi di rendimento nei Paesi con *rating* elevato nel periodo 1900-2020, anziché una ponderazione 80/20 tra media aritmetica e geometrica dei medesimi rendimenti.

Ove l'Autorità intenda comunque confermare l'orientamento a mantenere "una ponderazione tra la media aritmetica e quella geometrica con peso della media aritmetica, comunque, non inferiore a 80%", si osserva che l'applicazione di quanto rilevato da Jacquier-Kane-Marcus dovrebbe al più prevedere un peso della media geometrica molto più contenuto rispetto al 20%. Ciò in particolare considerando che:

- alla luce delle evoluzioni strutturali della rischiosità del settore energetico che potranno realizzarsi negli anni futuri ad ogni nuovo PWACC, l'orizzonte temporale di riferimento per il calcolo del TMR dovrebbe essere riferito alla durata del periodo regolatorio;
- per serie storiche dei rendimenti molto lunghe, come quella di Dimson, Marsh e Staunton (1900-2020, quindi ben 120 anni), e per periodi di riferimento molto più brevi, corrispondenti ad esempio alla durata del periodo regolatorio di riferimento (6 anni), come anche riconosciuto in letteratura³, una stima

³ Si vedano al riguardo le considerazioni espresse e i relativi riferimenti di letteratura in proposito in "Osservazioni relative al calcolo del Beta e del Total Market Return per i settori regolati dell'energia in Italia", Francesco Lo Passo, Lucrezio Figurelli - The Brattle Group, trasmesso all'Autorità da Utilitalia, Anigas, Igas, Enel S.p.A., Terna S.p.A. e Snam S.p.A. (cfr. capitolo *Il Total Market Return: uso della media aritmetica e della media geometrica*).

corretta del rendimento medio atteso è rappresentata da una media ponderata di media aritmetica e geometrica che attribuisce alla media geometrica un peso proporzionale al rapporto tra l'orizzonte cui sarà riferita la stima e la dimensione temporale del campione dei dati storici presi a riferimento.

Sulla base delle considerazioni di cui sopra il peso da attribuire alla media ponderata non dovrebbe eccedere, al più, il valore del rapporto 6/120, ovvero il 5%.

Pertanto, ove l'Autorità non intenda modificare il proprio orientamento adottando esclusivamente il riferimento della media aritmetica, ma intenda mantenere una ponderazione tra media aritmetica e media geometrica, il peso di quest'ultima dovrebbe essere molto più contenuto del 20% e non superiore al 5%.

S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium.

Con riferimento al *Country Risk Premium* (CRP), si ritiene ragionevole e condivisibile che la relativa metodologia di calcolo sia basata su un orizzonte di osservazione dei dati coerente con quello adottato per il RF. Si condivide inoltre che tale parametro venga stimato in termini reali.

Si valuta inoltre positivamente l'introduzione di un premio (FP^{CRP}) volto a "catturare" lo *spread* prospettico tra titoli di Stato italiani e titoli dei Paesi dell'Eurozona con *rating* elevato. In proposito si osserva tuttavia, che proprio in quanto elemento di "misura" dello *spread* prospettico tra titoli di Stato italiani e titoli dei Paesi dell'Eurozona con *rating* elevato, per la sua individuazione dovrebbero essere considerati solo i titoli BBB italiani e non tutti i BBB.

S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta.

Come anticipato nelle *Osservazioni generali* e in risposta allo spunto di consultazione S.2, non si condividono le assai poco dettagliate considerazioni dell'ARERA in merito all'aggiornamento straordinario del parametro *beta*, che condurrebbero ad un aggiornamento straordinario "asimmetrico", limitato tuttavia solo ad alcuni settori/servizi.

Se infatti l'ARERA condivide quanto osservato dagli operatori in relazione all'estrema volatilità che ha contraddistinto i mercati nel 2020 per effetto di una congiuntura macroeconomica - che, proprio in quanto fenomeno macro, ha interessato tutti i settori economici – conclude poi sbrigativamente rilevando che (cfr. par. 7.50 del DCO) "*tale effetto sembra essersi sostanzialmente riassorbito, con valori del coefficiente beta stimato su orizzonte di due anni – che include quindi il periodo di alta volatilità - ritornati in linea con medie storiche*".

Anche assumendo ipoteticamente che gli effetti congiunturali possano in qualche modo ritenersi sostanzialmente riassorbiti (circostanza tutt'altro che dimostrata, diversamente da quanto ritenuto dall'ARERA, anche alla luce degli ulteriori sviluppi dell'emergenza pandemica cui si sta assistendo nelle ultime settimane, con conseguenze che evidenziano effetti dell'epidemia da COVID-19 sui mercati finanziari non ancora esauriti), resta da considerare che l'evidenza empirica mostra come il rischio sistematico associato alle imprese regolate del settore energetico italiano sia aumentato stabilmente a partire dalla crisi finanziaria del 2010, mentre, nello stesso periodo, la valorizzazione del parametro *beta* da parte dell'ARERA è rimasta per lo più invariata (in alcuni settori è addirittura diminuita). Ciò renderebbe pertanto opportuno un intervento di natura eccezionale da parte

dell'ARERA, disponendo un aumento, di uguale entità, dei *beta* associati a tutti i servizi energetici regolati, rinviando riflessioni - e quindi azioni - più specifiche (ad esempio, relative al differenziale tra i *beta* dei diversi settori) alle revisioni tariffarie di ogni singolo servizio, sulla base di approfondimenti svolti *ad hoc*. Diversamente, come rilevato nelle *Osservazioni generali*, una revisione limitata solo ad alcuni dei servizi infrastrutturali "appiattirebbe" le differenze intrinseche tra un servizio e l'altro e non renderebbe quindi proporzionalmente ragione del differente rischio relativo tra singole, diverse attività infrastrutturali del settore energetico, ciascuna con proprie caratteristiche peculiari. Un intervento selettivo come quello prospettato, riducendo la rischiosità "addizionale" riconosciuta ai settori con livelli di rischiosità maggiore (riduzione ingiustificata per la distribuzione gas), equivale quindi ad una riduzione di fatto - altrettanto selettiva - del parametro per i settori con livello di *beta* superiore a 0,4 che, anche ove ipoteticamente riscontrabile, avrebbe dovuto essere valutata nell'ambito di un diverso procedimento (quello di revisione regolatoria di ciascun settore infrastrutturale).

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

In relazione alle modifiche prospettate dall'ARERA nel presente DCO con riferimento alla metodologia di determinazione del costo del debito, si ritiene ragionevole l'utilizzo, dell'indice *iBoxx*, considerando i rendimenti delle sole obbligazioni non finanziarie con *rating* BBB. Ciò può infatti consentire di rispecchiare meglio il rendimento associato alle emissioni di debito delle aziende italiane del comparto energetico, senza il rischio di sottostimare il costo del debito e creare possibili futuri problemi di finanziabilità per gli operatori italiani.

Con riferimento ai costi di emissione del debito, si continua a ritenere che il termine *ADD* non debba essere deflazionato (per motivazioni analoghe a quelle indicate in risposta allo spunto di consultazione S5 per i parametri UP, CP e FP) e che debba tenere conto di tutti i costi di transazione (es. *fees* pagate ai *bookrunners*, premi per la nuova emissione, *rating letters*, *comfort letters* delle società di revisione, costi legali ecc), per un costo complessivo almeno pari a 0,20%.

Si osserva peraltro che, nella formula del costo del debito K_d , per il *Forward premium* dovrebbe essere utilizzato il valore $(FP + FP^{CRP})$ e non solo FP, per coerenza con l'impostazione adottata in relazione alle caratteristiche del nostro Paese.

Si ritiene inoltre che la formula debba prevedere un ulteriore premio in grado di rispecchiare i maggiori costi connessi a modalità di finanziamento differenti dall'emissione di obbligazioni (in considerazione del fatto che alcuni operatori scelgono di finanziarsi anche tramite prestiti bancari, generalmente contraddistinti da maggiore onerosità in quanto strumenti più flessibili rispetto alle obbligazioni), nonché i costi per le commissioni di mancato utilizzo delle linee *committed* di *back up* (*Revolving Credit Facilities*) applicati dalle agenzie di *rating* ai fini del mantenimento di un adeguato profilo di liquidità, oltre ai costi per la gestione della liquidità considerati anche da altri regolatori europei (UK). Non si comprende infine per quale motivo l'ARERA proponga una riduzione della componente *ADD*, prospettandone la fissazione all'interno del range 0,15%-0,20%, quando invece nel precedente DCO aveva indicato un valore preliminare pari a 0,20%.

Infine, pur condividendo la logica di gradualità che l'Autorità indica di voler adottare nell'applicazione della nuova metodologia per la determinazione del costo del debito, la modalità e i "pesi di gradualità"

proposti non sembrano pienamente coerenti con tale logica e principio, dato che, attraverso la previsione di un'evoluzione non uniformemente graduata per i pesi da adottare nel percorso di raccordo tra livello del costo del debito attualmente preso a riferimento e il valore risultante dalla nuova impostazione, si produce un'assai "poco graduale" variazione per il primo semi-periodo del PWACC in avvio dal 1° gennaio 2022. Infatti, in base al percorso prospettato nel DCO, a partire dal 2022 il peso applicato alla nuova metodologia di calcolo del debito sarebbe già del 50%, per poi variare - al 4° anno del PWACC - di 25 punti percentuali (con il peso attribuito al valore di 2,4% che passerebbe da 50% a 25%, e quello attribuito al valore calcolato applicando il "nuovo" approccio che salirebbe da 50% a 75%).

Al fine di meglio disegnare e modulare il percorso di raccordo, mantenendo comunque il completo allineamento alla nuova metodologia alla fine del periodo regolatorio, si riterrebbe più aderente ad una logica di omogenea gradualità all'interno del periodo temporale di "raccordo" una variazione dei pesi attribuiti in misura pari a 1/3 al termine di ogni triennio (quindi con pesi 66,6%/33,3% nel primo semi-periodo e 33,3%/66,6% nel secondo, in luogo dei prospettati 50%/50% e 25%/75%). Così facendo, il percorso si articolerebbe come segue:

- nel primo triennio: determinazione del costo del debito come media ponderata tra il valore di 2,4% e il valore risultante dalla nuova metodologia proposta, con pesi attribuiti rispettivamente pari a 2/3 e 1/3;
- nel secondo triennio: determinazione del costo del debito come media ponderata tra il valore di 2,4% e il valore risultante dalla nuova metodologia proposta, con pesi attribuiti rispettivamente pari rispettivamente a 1/3 e 2/3;
- nel 3° PWACC (o, comunque, alla conclusione del secondo triennio): determinazione del costo del debito applicando esclusivamente la nuova metodologia proposta.

S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.

Con riferimento ai parametri fiscali, si condivide la proposta di confermare l'attuale valorizzazione del parametro t_c (scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi) nella misura del 24%.

Si ritiene invece irragionevole e assai poco comprensibile la proposta di ridurre il valore del parametro T_p (aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio) dall'attuale 31% al 28%.

Una osservazione preliminare riguarda il livello dell'aliquota (minima) teorica prospettata nel DCO che dovrebbe essere, quantomeno, non inferiore ad un livello minimo pari al 28,2% e non al 28%, come somma delle aliquote di IRES (24%) e IRAP (4,2%). Con riferimento a quest'ultima imposta si ricorda che l'aliquota del 4,2% è stabilita in tale misura-base dalla normativa nazionale per i concessionari di pubblico servizio, con facoltà di possibile suo innalzamento da parte delle singole Regioni per le attività svolte sul proprio territorio. In considerazione del fatto che molte Regioni hanno effettivamente rivisto a rialzo l'aliquota IRAP da applicare, l'aliquota teorica risulta sicuramente superiore al 28,2%. In proposito, ai fini della stima dell'aliquota IRAP da considerare nell'ambito del parametro T_p sarebbe sicuramente più corretto determinare l'aliquota IRAP da sommare al 24% di IRES, acquisendo dall'Agenzia dell'Entrate il dato relativo al gettito complessivo su base nazionale derivante dall'applicazione dell'IRAP alle attività di concessione di pubblico servizio (informazione che l'ARERA

potrebbe facilmente agevolmente reperire) e rapportandolo poi al risultato di esercizio. Andrebbe peraltro considerato che, ove risultasse un'aliquota IRAP sensibilmente differenziata a seconda dell'attività svolta (ad esempio diversa tra concessionari di servizio pubblico, quali i distributori di gas ed energia elettrica, e altri operatori infrastrutturali non in concessione i quali, ai soli fini IRAP, potrebbero rientrare in altre categorie di attività), anche il valore del parametro T_p dovrebbe essere differenziato in base all'attività infrastrutturale considerata, in modo da evitare ingiustificate differenze di trattamento.

È necessario poi tenere in considerazione che le basi imponibili dell'IRAP e dell'IRES non sono le medesime, dato che si tratta di imposte applicate con logiche differenti; circostanza, questa, che non le rende tra loro direttamente assommabili (gli oneri finanziari - elemento caratterizzante delle imprese che operano nei settori infrastrutturali regolati e per cui viene riconosciuta un'incidenza del capitale di debito - non sono infatti deducibili ai fini IRAP, con la conseguenza che quest'ultima risulta pertanto applicata ad un imponibile maggiore rispetto a quello considerato ai fini IRES).

Un'ulteriore rilevante considerazione riguarda il fatto che, in luogo dell'incidenza teorica delle imposte, sarebbe più opportuno considerare l'incidenza effettiva delle imposte (calcolata sulla base delle imposte correnti versate ed escludendo quelle differite, da considerare solo nel momento in cui saranno effettivamente versate all'erario).

Per una determinazione più accurata e corretta dell'incidenza fiscale andrebbero inoltre sterilizzati gli effetti derivanti da eventuali operazioni straordinarie (quali, ad esempio, le cessioni di *asset* in *Participation Exemption* o PEX e l'affrancamento di avviamenti con stanziamento di imposte anticipate), le quali potrebbero artificialmente ridurre il *tax rate*, distorcendo il risultato di analisi che non ne tengano conto. Tali effetti straordinari dovrebbero infatti essere neutralizzati nell'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevata, sia perché non inquadrabili nel novero delle usuali attività svolte dalle società, sia perché non applicabili a tutte le società, in particolare quelle non soggette ad operazioni societarie (acquisizioni e cessioni di *asset*).

Ulteriori effetti da neutralizzare nella determinazione dell'incidenza fiscale effettiva attengono a voci relative a minori imposte o incentivi fiscali (quali super e iper ammortamento di beni strumentali, ACE, attività immateriali e partecipazioni di controllo), che non risultano direttamente desumibili - o quantomeno lo sono solo in parte - dai CAS e risultano in alcuni casi ricompresi in altre voci dei bilanci societari.

Alla luce di quanto fin qui osservato, si ritiene che ai fini dell'aggiornamento di un così rilevante parametro, l'ARERA dovrebbe effettuare un'analisi più puntuale e approfondita, preferibilmente raccogliendo in modo specifico i dati dalle imprese operanti nei settori infrastrutturali energetici. Si propone, quindi, di mantenere l'attuale valore del parametro T_p per il primo semi-periodo del nuovo PWACC e di aggiornarlo eventualmente dal secondo semi-periodo, solo a valle dello svolgimento dei predetti approfondimenti, sulla base dei dati in materia fiscale appositamente raccolti in modo completo presso le imprese interessate (che comunque, sulla base delle informazioni a conoscenza della nostra società e dei dati più specificamente rinvenibili nei propri bilanci degli ultimi anni, dovrebbero confermare un livello di incidenza fiscale sensibilmente superiore al 28% prospettato dall'Autorità e comunque non molto diverso da quello attualmente applicato ai fini della determinazione del WACC).

Diversamente una riduzione del parametro T_p come quella prospettata (dal 31% al 28%) parrebbe del tutto ingiustificata. Una simile riduzione, peraltro, non era in alcun modo prefigurata o presagibile dal precedente DCO 308/2021/R/com, che si limitava a confermare l'attuale valore del 24% per il parametro t_c corrispondente all'aliquota IRES, indicando invece che il parametro T_p sarebbe stato fissato in base ad un'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2019-2020, circostanza per cui valgono le osservazioni formulate (sia in termini di aliquota teorica che in termini di aliquota effettiva).

Ove l'Autorità intendesse, invece, dare comunque seguito alla riduzione dell'aliquota del parametro T_p nella misura così rilevante prospettata nel DCO 488/2021/R/com (dal 31% al 28%), si ritiene che sarebbe più congruo rivedere anche la scelta riguardo l'applicazione di un WACC *pre-tasse* (cfr. punti 12.2÷12.6 del DCO 308/2021/R/com), per cui peraltro si era in prima battuta espressa condivisione (cfr. ns. risposta allo spunto di consultazione S4 del DCO 308/2021/R/com), optando invece per un approccio *post-tasse*, che risulterebbe a questo punto preferibile anche se con una complessità di elaborazione notevolmente maggiore, per la necessità di valutazione puntuale dei carichi fiscali per impresa.

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

Si reputa condivisibile la proposta dell'Autorità di confermare il *gearing* come parametro specifico di settore, in modo da tenere opportunamente conto le differenze strutturali esistenti tra i vari comparti dei servizi energetici regolati, prevedendone l'aggiornamento in occasione delle revisioni tariffarie specifiche di ogni singolo servizio regolato e prevedendone livelli comunque allineati a quelli attuali.

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

Si condivide l'intendimento dell'ARERA di confermare l'applicazione, secondo la formula proposta nel DCO, di un fattore correttivo che catturi gli effetti della tassazione sui profitti nominali.