



OSSERVAZIONI AL
DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE
n. 488/2021/R/com DEL 12 NOVEMBRE 2021

VERSIONE PER LA PUBBLICAZIONE

*“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”*

1. PREMESSA

Il presente documento reca le osservazioni al DCO 488/2021/R/COM in merito ai “*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 (Il PWACC) - Orientamenti finali*”, pubblicato dall’Autorità in data 12 novembre 2021.

Nel seguito, dopo alcune considerazioni di carattere generale, vengono proposte le risposte ai quesiti puntuali presentati dall’Autorità nel documento posto in consultazione, richiamando integralmente quanto contenuto nella risposta al I DCO 308/2021/R/com.

2. CONSIDERAZIONI GENERALI

In termini generali, si ribadisce che la nuova impostazione metodologica per il calcolo del tasso di remunerazione del capitale investito netto (WACC) proposta dall’Autorità già nel precedente DCO 308/2021/R/com e sostanzialmente confermata nel DCO 488/2021/R/com non risulta condivisibile perché mantiene forti elementi di indeterminatezza (*sia per quanto concerne i criteri che le modalità di calcolo*) e di forte discrezionalità che rendono particolarmente difficile replicarne la metodologia.

Rimangono forti criticità circa la scelta di fondare l’approccio regolatorio su analisi e valutazioni elaborate da soggetti di natura privatistica che non garantiscono la necessaria terzietà, in luogo di analisi e valutazioni elaborate da agenzie o organismi indipendenti (*quali ad esempio Bloomberg, BCE, Eurostat, ecc.*) che fornirebbero un riferimento puntuale, oggettivo e incontestabile.

Inoltre, l’aumentata complessità di previsione rischia di disincentivare gli investimenti futuri, sia da parte degli operatori regolati che da parte degli investitori nazionali e internazionali negli operatori stessi. Come noto, gli investitori vedono come fattori essenziali nel guidare i loro investimenti la chiarezza e la visibilità della regolazione di ciascun paese.

In linea con le finalità dichiaratamente perseguite dall’Autorità, pertanto, si ribadisce l’estrema necessità che venga garantito un quadro regolatorio il più possibile prevedibile e certo, con rendimenti sul capitale investito adeguati rispetto ai rischi.

Inoltre, a tale scopo, si rende necessario confermare **la modalità di determinazione del WACC adottata per il primo periodo di regolazione, sia con riferimento al rendimento del capitale proprio che con riferimento al costo del debito**, con alcuni aggiustamenti metodologici in grado di catturare le mutate condizioni del contesto macroeconomico in cui operano i soggetti regolati. Il quadro macroeconomico è fortemente viziato dalla presenza di stimoli economico-finanziari che distorcono il reale quadro economico.

Si ritiene di ribadire che ai fini delle valutazioni sul *risk-free* e sul *Country Risk Premium*, dato il contesto economico, il paniere di paesi da prendere a riferimento dovrebbe essere identificato considerando il solo *rating* quale unico criterio (*ad esempio prendere a riferimento i Paesi dell’area dell’euro con rating AA secondo la classificazione S&P*) senza

alcun riferimento ex ante ad un paese specifico che al contrario potrebbe vedersi ridotto il *rating*.

Fermo restando quanto si dirà in seguito in risposta allo specifico spunto di consultazione sul coefficiente beta, ribadiamo la ferma contrarietà alla trattazione di una modifica sostanziale di tale parametro perché non è tra le modifiche oggetto di revisione e perché la stessa, casomai si dovesse operare, necessiterebbe di un'ampia consultazione per valutarne l'effettivo valore. La eventuale modifica del coefficiente beta, infatti, non può prescindere da approfondite e opportune valutazioni circa il processo di transizione energetica e digitale che coinvolge il settore.

Parimenti, la revisione del WACC dovrebbe includere valutazioni premiali con appositi meccanismi a sostegno degli sforzi che l'intero settore sta affrontando in termini di transizione energetica e trasformazione digitale.

Per quanto riguarda invece la definizione del *tax rate*, considerato che la normativa fiscale italiana, da un lato, limita la deducibilità di numerosi costi aziendali (*telefonia, autovetture, accantonamenti ai fondi rischi, oneri di rappresentanza, interessi passivi, ecc.*) e, dall'altro lato, prevede poche fattispecie di detassazione dei ricavi aziendali (*per lo più connesse a proventi finanziari derivanti da partecipazioni societarie*), ne deriva che storicamente il *tax rate* effettivo delle imprese industriali italiane è maggiore (*spesso, anche di diversi punti percentuali*) e non minore rispetto al *tax rate* nominale. Pertanto, stabilire un *Tp* del 28%, sostanzialmente corrispondente alla somma delle aliquote nominali IRES ed IRAP, è fuorviante, in quanto l'aliquota di quest'ultima imposta è applicata su un montante più alto rispetto a quello IRES. In altri termini, se si rapportasse l'IRAP di periodo al Reddito Imponibile IRES, l'aliquota nominale IRAP sarebbe ben maggiore.

In sintesi si propone, oltre alle evidenze puntuali che seguiranno in risposta ai singoli spunti di consultazione, di:

- confermare, per il *risk-free* reale, la definizione di un livello minimo del parametro fissato pari allo 0,5%, in ragione dell'esigenza di sterilizzare gli effetti depressivi sui rendimenti obbligazionari derivanti dalle straordinarie misure espansive adottate dalla BCE e alla luce del fatto che la teoria economica, come peraltro condiviso dalla stessa Autorità, ritiene che rendimenti reali negativi non possano persistere per periodi prolungati in quanto i consumatori avrebbero un incentivo ad anticipare i propri consumi, con conseguente stimolo all'attività economica e pressione rialzista sugli stessi rendimenti reali;
- estendere, per il *risk-free* reale, il periodo di riferimento per mitigare gli effetti della pandemia sullo scenario macroeconomico, prendendo a riferimento un orizzonte temporale di almeno 3-5 anni, orizzonte temporale più prossimo a quanto considerato da altri regolatori europei. Oltretutto, l'utilizzo di un periodo di riferimento di soli 12 mesi accentua notevolmente la volatilità dei parametri, risultato opposto rispetto all'obiettivo dell'Autorità di fornire agli operatori un quadro quanto più possibile certo e prevedibile;

- considerare la media aritmetica con un peso pari al 100% per il *Total Market Return (TMR)* in coerenza con le posizioni espresse dalla teoria finanziaria e regolatoria in merito alla maggior significatività della media aritmetica;
- calcolare il *Country Risk Premium (CRP)* in termini reali considerando i differenziali di inflazione implicita fra i paesi eurozona considerati per il calcolo del *risk-free* reale e l'Italia per tradurre gli *spread* nominali in *spread* reali;
- confermare la struttura dell'attuale formula per il calcolo del costo del debito ammesso in quanto la nuova formula proposta in sede di consultazione elimina ogni potenziale *outperformance* e compromette qualsiasi approccio discrezionale nella gestione del debito, costringendo gli operatori ad emettere debito con scadenze completamente allineate a quelle dell'*iBoxx* (cioè 10 anni, in media). A tal fine si richiede che vengano riconosciuti i costi sostenuti fino ad oggi finalizzati ad attività di *liability management* che con il nuovo metodo non verrebbero recuperati integralmente: tali operazioni hanno comportato al momento dell'esecuzione costi non ricorrenti per gli operatori, sostenuti con la prospettiva di una diminuzione del costo del debito futuro, come risultante della differenza anno per anno tra il costo dei *bond* riacquistati e il costo dei nuovi *bond* emessi per finanziare il riacquisto stesso; tale efficienza si verifica necessariamente lungo l'intera vita originaria dei *bond* riacquistati, per cui l'interruzione della stessa oggi presupporrebbe la necessità di un rimborso addizionale per gli operatori, nella misura dei costi residui non ancora compensati dalle relative efficienze finanziarie.

3. RISPOSTE PUNTALI AI QUESITI DELL'AUTORITA'

S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.

L'orientamento dell'Autorità di **confermare la durata di sei anni** del periodo di regolazione con un'adeguata frequenza di aggiornamento *infra*-periodo, in continuità con quanto previsto per il I PWACC, appare adeguato a gestire i rischi e le incertezze connessi al particolare andamento congiunturale che caratterizza l'economia mondiale. Resta inteso che si dovrebbe tendere ad andare verso una regolazione per obiettivi di spesa che contemplino anche periodi regolatori più ampi.

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

Al fine di aumentare il livello di stabilità e prevedibilità *infra*-periodo, si chiede di non prevedere aggiornamenti all'interno dei semi-periodi di regolazione, ma di prevedere **eventuali aggiornamenti soltanto in occasione della revisione *infra*-periodo cioè solo dopo i primi 3 anni.**

La corretta pianificazione degli investimenti rischia di essere penalizzata da cambi o aggiornamenti di breve termine. Permanendo forti perplessità circa la possibilità di oscillazioni del WACC che possano avere un impatto negativo sulla pianificazione industriale, **qualora l'Autorità decida di prevedere comunque un aggiornamento annuale secondo una logica *trigger*, si ritiene opportuno prevedere l'attivazione di tale meccanismo solo in presenza di variazioni del WACC in aumento.**

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

Si ribadisce che, ai fini della definizione della metodologia per la determinazione del WACC, sia opportuno confermare i criteri attualmente in vigore. Il momento in cui stiamo vivendo necessita di maggiore stabilità e non di valutazioni troppo incerte che possano anche solo minare i piani industriali delle società regolate.

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

Si ribadisce l'opportunità di mantenere per il II PWACC la formulazione adottata nel I PWACC. A tal fine si richiamano integralmente le considerazioni contenute nella risposta al I DCO.

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

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

In merito alla determinazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, come già espresso in risposta al I DCO, non si condivide la proposta dell'Autorità di confermare i 12 mesi come periodo di riferimento per la determinazione del *risk-free* reale, sebbene mitigata dall'introduzione di un *forward premium*. La scelta di un orizzonte di 12 mesi, soprattutto considerando gli ultimi tempi e l'effetto finanziario della pandemia, non appare idonea a neutralizzare il particolare andamento dei mercati europei del 2020-2021, che risentono fortemente del periodo pandemico e delle iniziative di politica monetaria intervenute a livello europeo e dell'implementazione di piani di sostegno non uniformi in ciascun paese. La conseguenza di tale scelta è di trasferire sui settori regolati una situazione di volatilità non compatibile con l'orizzonte su cui si muovono la pianificazione degli interventi e la durata della provvista di capitali.

Dato il contesto di mercato caratterizzato fortemente dagli effetti della pandemia sull'attività economica, **un'estensione del periodo di riferimento per il calcolo del costo del capitale proprio, con il mantenimento del *floor* per il *risk-free*, appare una condizione**

imprescindibile per garantire stabilità e certezza al settore ed attrarre investitori nazionali e internazionali a investire negli operatori regolati.

Si ribadisce quindi l'importanza di estendere a ritroso il periodo di riferimento ad almeno 3, 5 o 10 anni; per quanto già menzionato nelle osservazioni al I DCO, l'estensione a ritroso di 3 anni, in particolare, sarebbe comunque coerente con l'approccio che l'Autorità intende sostenere *c.d. forward-looking*. Il citato approccio permetterebbe di diluire l'impatto generato dalla pandemia, che almeno in riferimento alla contrazione dei rendimenti reali dei paesi a elevato *rating* non può certamente essere considerato un fenomeno ordinario. Non vi è ombra di dubbio, infatti, che la scelta di un intervallo che include periodi che risentono di decisioni e di fenomeni a livello di “*sistema Europa*” che hanno contribuito alla stabilizzazione del sistema del periodo pandemico per il tasso RF non possa essere considerato un dato “normalizzato”, nemmeno in termini di medie. La prospettiva *forward looking* e il parametro FP non sono sufficienti a superare questa criticità in quanto quest'ultimo premio è implicito nell'attuale struttura dei rendimenti *spot* e nelle medesime aspettative esistenti al momento della formazione del provvedimento.

Il mantenimento dell'attuale livello minimo del parametro *risk-free*, fissato pari allo 0,5%, garantirebbe agli operatori la copertura dal rischio di variazioni delle condizioni di mercato e da rendimenti reali negativi, anche in ottica di stabilità e visibilità regolatoria, in considerazione anche del fatto che le modalità di determinazione dell'*Uncertainty Premium* (UP) e del *Convenience Premium* (CP) – parametri che verrebbero introdotti a fronte dell'eliminazione del livello minimo del parametro *risk-free* – non sono note e, anche dal punto di vista degli investitori, continuano a presentare elementi di arbitrarietà oltre che di volatilità. Detto che l'UP dovrebbe riflettere le incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse e che il CP verrebbe considerato in sede di determinazione del tasso *risk-free* per riflettere la differenza nei rendimenti dei titoli di Stato rispetto a obbligazioni societarie a rating elevato, l'assenza di un ampio e approfondito contraddittorio in merito alle modalità di determinazione di detti parametri, porta la scrivente a ritenere che il mantenimento dell'attuale livello minimo del parametro *risk-free* sia l'approccio necessario per garantire certezza e prevedibilità al quadro regolatorio.

Qualora rimanesse invece l'impostazione senza *floor*, si ritiene che, dato il contesto, il CP vada fissato al massimo del *range* proposto (1%), così come l'UP (0,5%), anche per compensare il fatto che, a differenza del *forward premium*, quest'ultimo parametro non è stato preso in considerazione nel DCO 488/21 ai fini del calcolo del CRP.

Per quel che attiene il calcolo del *forward premium*, non si condivide la metodologia descritta alla lettera b) del paragrafo 7.20 del DCO basata su un periodo *forward* di soli 2 anni (*stima dei valori spot dei rendimenti decennali a settembre 2023 rispetto alle osservazioni effettuate a settembre 2021*). Sarebbe più opportuno **prendere a riferimento un orizzonte temporale coerente con la revisione infra-periodo di tre anni del periodo regolatorio, estendendo di 1 anno il periodo rispetto al quale stimare i valori spot**, ovvero da

settembre 2023 a settembre 2024, in modo da avere un *forward* di 3 anni rispetto a settembre 2021.

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

Si ribadisce la posizione espressa nella risposta al I DCO relativamente all'utilizzo per la stima dell'ERP della sola media aritmetica: sulla base della letteratura economica, inclusa quella citata nel rapporto di Oxera¹, **si ritiene che per il calcolo del premio di mercato vada utilizzata la sola media aritmetica**. La determinazione del WACC riguarda infatti la valutazione del rendimento futuro atteso e, secondo la teoria, il ritorno atteso è per definizione rappresentato dalla media aritmetica di una distribuzione: a tal fine i dati storici vengono utilizzati come proxy della distribuzione dei possibili ritorni annuali.

Lo studio di Jacquier, Kane e Marcus (2003) deriva una formula relativamente semplice per addivenire ad uno stimatore corretto dell'ERP futuro atteso. Questi autori suggeriscono una media pesata tra la media aritmetica e la media geometrica, con quest'ultima che dovrebbe avere come peso il rapporto tra l'orizzonte d'investimento e il periodo di osservazione del campione di riferimento. Questo significa che, per orizzonti di tempo brevi, il miglior stimatore è tendente alla media aritmetica, mentre per orizzonti di tempo lunghi il peso della media geometrica dovrebbe aumentare.

Nella fattispecie oggetto del DCO, il periodo di osservazione della serie storica dei rendimenti azionari è pari a 120 anni, dal momento che il database DMS contiene 120 anni di rilevazioni per i Paesi ad elevato *rating* considerati dall'Autorità. Tenuto conto della durata del periodo (o del sotto-periodo) regolatorio oggetto di definizione del WACC da parte dell'Autorità, il peso della media geometrica sarebbe pari a $6/120 = 5\%$ (ovvero pari a $3/120 = 2,5\%$), a seconda dell'orizzonte temporale oggetto di regolamentazione. Sulla base delle rilevazioni riportate dall'Autorità, il TRM risulterebbe pari a 6,43% (ovvero pari a 6,51% su un orizzonte triennale).

L'utilizzo di due diverse medie determina inoltre ulteriori complessità al calcolo e rischia di mettere insieme due valori disomogenei: pertanto si ritiene opportuno considerare solamente la media aritmetica (peso 100%) per il calcolo del *Total Market Return*.

Si ribadisce pertanto che è necessario prevedere una revisione verso l'alto dell'assunzione relativa al peso di ponderazione (con la possibilità di considerarla, a fini di ridurne l'arbitrarietà, al 100%, vista la tendenza della stessa a convergere verso 1, all'aumentare della durata delle serie storiche sui rendimenti azionari a parità di durata del periodo regolatorio).

¹ È infatti lo stesso Report Oxera a riportare: "in standard corporate finance textbooks the arithmetic average is generally adopted for estimating the ERP to use when computing required equity returns".

S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium.

Si condivide la volontà dell'Autorità di calcolare il *CRP* in termini reali come indicato alla lettera a) del paragrafo 7.39 e al primo *bullet point* del paragrafo 7.40 del DCO in oggetto. Tuttavia, si rileva una non banale incoerenza nell'approccio adottato che sembra invece considerare un identico livello d'inflazione (*inflazione eurozona*) per rendere reali i rendimenti nominali come indicato alla lettera b) del paragrafo 7.39; tale approccio non può essere condiviso in quanto inconsistente con le evidenze empiriche.

Per il calcolo dello *spread* dei titoli di Stato italiani rispetto al gruppo di paesi individuato dall'Autorità **andrebbero piuttosto considerati i differenziali di inflazione implicita fra i paesi eurozona considerati per il calcolo del *risk-free* reale e l'Italia, per tradurre gli *spread* nominali in *spread* reali**. Infatti, essendo gli *yield* dei bond espressi in termini nominali, dovrebbero essere corretti per le relative inflazioni per poi calcolare un *CRP* reale coerentemente con l'assunzione di ottenere un ritorno reale.

Si propone coerentemente di utilizzare quindi la stessa inflazione (*isr*) considerata per deflazionare il rendimento nominale medio di Germania, Francia, Olanda e Belgio² e di considerare l'equivalente aggregato per l'Italia, ovvero la *zero-coupon inflation 10y*³. Questo garantirebbe coerenza e chiarezza tra la metodologia adottata per il calcolo del *risk-free* reale e il calcolo del *CRP* reale evitando confusione. Sul periodo considerato (*ottobre 2020 – settembre 2021*) il differenziale di inflazione ammonterebbe a 29 bps, ovvero 1.40% per l'eurozona vs 1.11% per l'Italia. Al calcolo così strutturato, aggiungendo anche il *forward premium* e applicando la relazione di Fisher, **si otterrebbe un *CRP* in termini reali prossimo ai 150 bps**.

Si ribadisce che l'individuazione del *CRP* dovrebbe prendere a riferimento i Paesi dell'area dell'euro con *rating* AA secondo la classificazione S&P senza definire il paniere di riferimento ex ante, per evitare che eventuali *downgrade* dei paesi definiti a priori conducano ad una conseguente contrazione dello *spread*.

S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta.

Non si condivide l'eventualità che il parametro beta possa essere oggetto di revisione in questa sede perché non ne ricorrono le ragioni regolatorie (*per il settore della distribuzione gas tale aggiornamento potrebbe essere previsto nel 2023 in caso in revisione infra-periodo oppure nel 2026 in sede di definizione dei criteri tariffari per il nuovo periodo di regolazione*). Si ritiene positivo che l'Autorità intenda affrontare il tema della modifica del rischio operativo dei settori, ma si dovrebbe procedere con analisi ed approfondimenti attraverso uno specifico procedimento di consultazione supportato da evidenze oggettive.

² ticker Bloomberg: EUSWIT10

³ ticker Bloomberg: ILSWI10

Fermo restando questo, per pura passione teorica, è evidente che, come dimostrato dagli studi condotti sul tema, l'asset beta di tutti gli operatori di rete (*non solo di alcuni*) è aumentato significativamente dal 2010 ad oggi e l'aumento non risulta affatto attribuibile soltanto all'effetto Covid o a un momento transitorio, ma riflette un aumento tendenziale del rischio non diversificabile di settore, accelerato in concomitanza anche del Covid da una maggiore sensibilità sul tema della decarbonizzazione e della transizione energetica. Temi su cui il regolatore dovrebbe intervenire in maniera premiale a sostegno e di cui non si intravedono elementi nel presente procedimento.

Si ritiene pertanto opportuno che un eventuale incremento a 0,4 applicato ai settori che attualmente hanno un beta inferiore, sia accompagnato da incrementi omogenei estesi anche agli altri settori regolati, quali la distribuzione e la misura gas, in modo da mantenere invariato l'attuale differenziale che riflette i differenziali di rischio operativo.

Non si comprende perché l'Autorità ritenga che il fattore di rischio sia aumentato per alcuni operatori mentre per altri no. Relativamente all'*unlevered beta* è stato infatti chiarito soltanto 2 anni fa, all'interno del processo di consultazione che ha condotto alla Delibera 570/2019, che il parametro individuato ai fini della distribuzione gas non solo non può contrarsi rispetto all'attuale livello di 0,439 ma che le evidenze di mercato risultano favorevoli a un aumento del parametro riconosciuto alle attività regolate gas.

La riduzione della differenza di tale parametro fra la distribuzione gas e il trasporto gas/trasmissione elettrica attraverso l'aumento del beta per tali attività (*ipotesi considerata nei paragrafi 7.53 e 7.54*) non tiene conto del fatto che, operando in regime di concessione e non in proprietà, la distribuzione gas è molto più rischiosa rispetto al trasporto gas e alla trasmissione elettrica ad esempio. Questo è particolarmente vero in Italia, dove l'affidamento delle concessioni avviene (*o meglio dovrebbe avvenire*) tramite gare per periodi non superiori a 12 anni, il che evidenzia una elevata rischiosità per via della forte competizione tra gli operatori (*rischiosità quindi superiore anche alle attività di distribuzione gas operanti in paesi diversi dall'Italia*).

Anche da un punto di vista operativo la gestione di una rete di distribuzione gas cittadina presenta un'associata rischiosità superiore rispetto alla rete di trasporto gas, che si snoda invece principalmente fuori dai centri abitati. Infine, le reti di distribuzione gas presentano profili di rischio più elevato rispetto alle reti elettriche legati al processo di transizione energetica.

Alla luce di quanto sopra rappresentato si ritiene che **eventuali aumenti di natura straordinaria dell'*unlevered beta* riconosciuto per il trasporto gas e la trasmissione/distribuzione elettrica debbano essere accompagnati da aumenti omogenei, proporzionali o percentuali, anche per tutte le altre attività regolate, quali la distribuzione e la misura gas, in modo da mantenere invariato l'attuale differenziale che riflette i sopra citati differenziali di rischio operativo.** Ma soprattutto si dovrebbe affrontare il tema nelle sedi opportune (*non già nella revisione di questi parametri che non*

dovrebbero contemplarlo) con opportune evidenze fattuali che evidenzino l'aumento del rischio a carico dei singoli settori.

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

Si ribadisce, come già espresso nella risposta al I DCO, l'opportunità di **mantenere la formulazione attualmente in vigore (che prevede l'applicazione di un RF con floor a 0,5% + CRP + DRP)**.

Tuttavia, qualora l'Autorità intendesse adottare la nuova metodologia, si propone di prevedere la nuova formulazione *forward looking*, basata sulla media dei rendimenti *spot* degli indici *iBoxx*, solo a valere sul nuovo debito e di mantenere la formula attualmente vigente per il debito pregresso, dal momento che il debito esistente è stato contratto quando era in vigore un diverso modello di calcolo del costo del debito e non sarebbe utile cambiare le regole assunte, in corsa.

Con riferimento alla nuova metodologia in termini generali, si ribadisce quanto osservato nelle risposte al I DCO, ovvero che non risulta possibile per un operatore essere strutturalmente più efficiente del mercato (*iBoxx*), a meno di assumere posizioni sulla *duration* dello stesso debito, con conseguenze negative sulla struttura di rischio. Di fatto, la scelta dell'*iBoxx* per la definizione del rendimento di riferimento, implicando una regolazione del debito, impedisce agli operatori una gestione dello stesso che tenga conto delle dinamiche aziendali e delle scelte industriali.

Inoltre, con il riconoscimento di un costo del debito regolatorio molto inferiore a quello dell'attuale WACC, gli operatori di minori dimensioni o non quotati che non hanno accesso al mercato dei capitali possono essere indotti a spostarsi su forme di finanziamento a breve termine per sovraperformare il *benchmark* (*iBoxx*), aumentando l'esposizione al ciclo dei tassi, con conseguente rischio di instabilità finanziaria nel medio/lungo termine dell'intero sistema.

Si ribadisce che la **nuova metodologia proposta non riesce a catturare integralmente il costo del debito storico** dal momento che gli attuali costi del debito sono anche il risultato di operazioni di efficientamento della struttura del debito, con particolare riferimento alle operazioni straordinarie di *buyback* di vecchi *bond* ed emissione di nuovi. Tali operazioni hanno comportato nel brevissimo periodo costi non ricorrenti per gli operatori a vantaggio di una diminuzione del costo del debito futuro. Il riferimento al costo attuale del debito non può dunque essere *proxy* dell'effettivo costo del debito delle aziende, in quanto le valutazioni dovrebbero tener conto del costo del debito rappresentato dagli oneri finanziari attuali e, in aggiunta, dai costi delle operazioni straordinarie (*tra cui buyback obbligazionari*) diluiti nel tempo.

[omissis]

Con riferimento all'inflazione da considerare per il calcolo del costo del debito, non si può condividere, in alcun modo, l'errata scelta di adottare il livello di inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea (*ia*) per deflazionare dei rendimenti nominali storici che si spingono a ritroso fino a 10 anni. Più correttamente si propone di **adottare il livello di inflazione storico osservato in un periodo coerente con quello per la determinazione dell'indice iBoox**, cioè 10 anni. Questo perché i rendimenti nominali storici si sono formati in funzione dell'equivalente inflazione attesa storica, e non di un'inflazione attesa (*peraltro determinata non dal mercato, ma dalla BCE*) corrente. In altre parole, se al posto dell'inflazione attesa storica si prendesse a riferimento quella attualmente prevista, a parità di rendimenti reali si modificherebbero conseguentemente i relativi rendimenti nominali.

Inoltre, essendo l'analisi mirata a misurare i rendimenti reali dei *corporate bonds* emessi da operatori italiani, **il riferimento dovrebbe essere l'inflazione italiana, e non quella eurozona**. Pertanto, coerentemente con quanto proposto per il calcolo del differenziale di inflazione ai fini del CRP, si propone di considerare la *zero-coupon inflation italiana*⁴ che nel periodo in oggetto (*ottobre 2011- settembre 2021*) è risultata pari all'1,25%⁵.

Rispetto all'attuale formula, in vigore fino al termine del 2021, quanto proposto comporterebbe l'introduzione di un solo ulteriore parametro d'inflazione ovvero la *zero-coupon inflation italiana*, corrispondente all'analogo italiano del parametro già utilizzato per deflazionare i rendimenti nominali dei titoli governativi dei paesi ad alto *rating*, che verrebbe utilizzato anche per calcolare il differenziale di inflazione fra i paesi ad elevato *rating* e l'Italia ai fini della determinazione del CRP in termini reali.

Coerentemente con la scelta dell'Autorità di considerare nella media degli *iBoxx* solo emittenti "BBB" perché maggiormente rappresentativi del settore delle utilities italiane, si ritiene opportuno considerare nel calcolo del *Forward Premium* della formula del debito i soli rendimenti dei titoli governativi dell'Eurozona con rating "BBB".

Inoltre, si potrebbe condividere l'intenzione dell'Autorità di seguire logiche di gradualità nella determinazione del costo del debito, tuttavia la scelta di applicare già dei pesi di 50% e 50% nel primo semiperiodo non rappresenta un reale approccio graduale. **Più opportuno sarebbe prevedere un peso del 15% massimo attribuito al valore risultante dalla nuova metodologia di calcolo e 85% sul costo del debito riconosciuto attualmente e pari a 2.4%**. La scelta del 15% sarebbe inoltre coerente con φ_{new} cioè con il peso del nuovo debito sul debito complessivo, assunto nella formula per il calcolo del K_d .

⁴ Bloomberg ticker: ILSWI10

⁵ Il valore dell'1,25% è stato calcolato come media ponderata fra 1,28% del parametro sul periodo ottobre 2011 – settembre 2021, ponderato per l'85% e il già citato 1,11% relativo al periodo ottobre 2020 – settembre 2021, ponderato per il 15%.

S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.

In termini generali, si ritiene che nel settore della distribuzione gas il *tax rate* desumibile dal rapporto fra totale imposte e risultato ante imposte, non sia rappresentativo dell'effettivo carico fiscale in capo all'impresa, meglio riflesso invece nel c.d. "*cash rate*", ovvero il rapporto tra imposte correnti (*effettivamente dovute all'Erario*) e risultato ante imposte.

Il *cash rate* è un valore fisiologicamente superiore al sopra richiamato *tax rate* per via principalmente della parziale indeducibilità delle quote di ammortamento contabilizzate con riferimento ai beni componenti le infrastrutture di distribuzione gas (*per effetto del più lungo arco temporale sul quale è consentita la deduzione degli ammortamenti rispetto al periodo nel corso del quale si sviluppa l'ammortamento contabile*), ai sensi di quanto previsto dall'articolo 102 bis del TUIR.

[omissis]

Per via di tali considerazioni, **ovvero maggiore rilevanza e rappresentatività del *cash rate* invece del rapporto generato dalle imposte teoriche, si ritiene opportuno che venga confermato il parametro relativo al *corporate tax rate* all'attuale livello del 31% invece della prospettata riduzione al 28%.**

In relazione alla definizione del *tax rate*, considerato che la normativa fiscale italiana, da un lato limita la deducibilità di numerosi costi aziendali (*telefonia, autovetture, accantonamenti ai fondi rischi, oneri di rappresentanza, interessi passivi, ecc.*), dall'altro prevede poche fattispecie di detassazione dei ricavi aziendali (*per lo più connesse a proventi finanziari derivanti da partecipazioni societarie*), ne deriva che storicamente che il *tax rate* effettivo delle imprese industriali italiane è maggiore (*spesso, anche di diversi punti percentuali*) e non minore rispetto al *tax rate* nominale.

Pertanto, stabilire un *Tp* del 28%, sostanzialmente corrispondente alla somma delle aliquote nominali IRES ed IRAP, è fuorviante, in quanto l'aliquota di quest'ultima imposta è applicata su un montante più alto rispetto a quello IRES. In altri termini, se si rapportasse l'IRAP di periodo al Reddito Imponibile IRES, l'aliquota nominale IRAP sarebbe ben maggiore.

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

Si ribadisce quanto osservato nelle risposte al I DCO in merito alla necessità di mantenere gli attuali livelli di *gearing* per la distribuzione del gas, in continuità con i valori previsti nel I PWACC, ciò in quanto il settore della distribuzione del gas è caratterizzato da maggiore frammentazione (*oltre 200 imprese*) rispetto agli altri settori regolati e da una maggiore difficoltà di accesso al credito.

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

Si condivide la proposta di confermare il parametro in oggetto per tenere conto del fatto che le imposte sono calcolate sui profitti nominali e non reali.