



**OSSERVAZIONI – INTEGRAZIONI
AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE
N. 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**

2 Dicembre 2021

INDICE

1.	CONSIDERAZIONI GENERALI	2
2.	DURATA E ARTICOLAZIONE DEL PERIODO REGOLATORIO - LOGICHE DI AGGIORNAMENTO	9
3.	CRITERI PER LA DEFINIZIONE DEI PARAMETRI DEL WACC .	11

ALLEGATO 1

“Ulteriori osservazioni relative al calcolo del Beta e del Total Market Return per i settori regolati dell’energia in Italia”

The Brattle Group – 2 dicembre 2021

ALLEGATO 2

“Response to ARERA’s DCO 488/2021/R/com on the cost of capital for Italian Energy networks”

Nera Economic Consulting – 2 dicembre 2021

1. CONSIDERAZIONI GENERALI

Il presente documento illustra le osservazioni di Snam al secondo documento di consultazione *“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)”*, pubblicato dall’Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente (di seguito Autorità) in data 12 novembre 2021. Tali osservazioni si intendono riferite a tutte le società regolate del Gruppo Snam (Snam Rete Gas, Infrastrutture Trasporto Gas, Stogit e GNL Italia).

Le osservazioni formulate in risposta al precedente documento di consultazione dell’Autorità n. 308/2021/R/COM - inviate dalla scrivente Società con lettera in data 12 settembre 2021 Prot. COMREG/227 - vengono qui integralmente richiamate e costituiscono parte integrante del presente documento.

Vengono, di seguito, richiamate le tematiche ritenute di maggior impatto sulla qualità e la sostenibilità del quadro di regolazione, rimandando alle successive sezioni del documento per un’analisi puntuale delle osservazioni e dei suggerimenti relativi a ciascun punto di discussione.

Le considerazioni esposte nel presente documento vengono integrate con ulteriori analisi riportate nei documenti allegati, stilati da primarie istituzioni nel settore regolatorio, economico e finanziario:

- *“Ulteriori osservazioni relative al calcolo del Beta e del Total Market Return per i settori regolati dell’energia in Italia”*

The Brattle Group – 2 dicembre 2021

- *“Response to ARERA's DCO 488/2021/R/com on the cost of capital for Italian Energy networks”*

Nera Economic Consulting – 2 dicembre 2021

Le indicazioni fornite in tali documenti, di cui si prega di salvaguardare la riservatezza, si pongono l’obiettivo di fornire ulteriori elementi tecnici e spunti di riflessione utili all’Autorità nelle valutazioni e determinazioni in corso di svolgimento.

Considerazioni generali

In linea generale, si esprime apprezzamento per alcuni dei nuovi orientamenti prospettati dall'Autorità nel secondo documento di consultazione (anche in relazione ai contributi formulati dai vari stakeholder), con particolare riferimento alla revisione del parametro "asset beta", all'adozione di meccanismi di gradualità nell'introduzione delle nuove metodologie di calcolo del costo del debito, nonché ad alcuni affinamenti introdotti nella determinazione di specifici parametri.

Tuttavia, permangono molteplici elementi di preoccupazione già segnalati dalla scrivente Società nelle precedenti osservazioni che si auspica possano trovare opportuna risoluzione nel provvedimento finale, anche a seguito degli approfondimenti e delle ulteriori considerazioni formulate nell'ambito della presente consultazione.

Alla straordinarietà della congiuntura macroeconomica registrata nel 2020, si è aggiunta a partire dalla seconda metà del corrente anno una situazione di particolare tensione delle dinamiche della domanda e dell'offerta degli approvvigionamenti energetici che unitamente ai sempre più ambiziosi target ambientali definiti per il prossimo decennio rendono particolarmente delicata l'individuazione del livello di remunerazione riconosciuto (Wacc) per il periodo di regolazione 2022 - 2027, anche nella prospettiva di promuovere un processo di transizione energetica ordinato, sicuro ed equo in particolare per i consumatori in condizioni di povertà energetica.

Una sottostima, infatti, del costo del capitale riconosciuto e il conseguente rallentamento delle attività di investimento in infrastrutture determinerebbe effetti negativi sull'erogazione di servizi essenziali per il consumatore finale, ritarderebbe il processo di trasformazione del sistema energetico in corso di attuazione, nonché rischierebbe di acuire ulteriormente lo squilibrio tra domanda ed offerta di energia registrato negli ultimi mesi, che in assenza di interventi strutturali rischia di permanere anche nei prossimi anni.

Si auspica che la decisione che l'Autorità vorrà adottare in merito alla determinazione del tasso di remunerazione riconosciuto tenga conto dei suddetti aspetti già rappresentati in altre occasioni e possa promuovere un rilancio complessivo degli investimenti infrastrutturali essenziali per la transizione energetica, la digitalizzazione e il raggiungimento degli sfidanti obiettivi di decarbonizzazione del sistema nazionale.

Criteri generali per la determinazione e aggiornamento del WACC

Come osservato in risposta al precedente documento per la consultazione si condivide la proposta di confermare l'impostazione generale già adottata nel precedente periodo di regolazione, ossia di calcolare il tasso di remunerazione del capitale investito come media ponderata del tasso di remunerazione del capitale proprio e del costo del debito (WACC) - con una determinazione del rendimento del capitale proprio determinato secondo la metodologia CAPM - prevedendo contestualmente un fattore correttivo che tenga conto del fatto che la tassazione si paga sui profitti nominali. Tale impostazione si auspica possa consentire l'individuazione di un livello di remunerazione riconosciuto coerente con quanto definito con la precedente metodologia.

Si condivide altresì la proposta di confermare la durata del periodo di regolazione del WACC pari a 6 anni con un aggiornamento su base triennale dei principali parametri di natura macroeconomica e fiscale nonché prevedendo un aggiornamento annuale secondo una logica *trigger*, nel caso in cui i valori assunti dai parametri comportino una variazione del tasso di remunerazione oltre una soglia significativa.

Infine, per garantire trasparenza e prevedibilità della regolazione, si ritiene opportuno definire sin dall'inizio del II PWACC le condizioni che potrebbero comportare o meno l'eventuale applicazione di un meccanismo *trigger* anche nel corso del secondo triennio del periodo di regolazione.

Tasso free-risk

In merito al tasso risk-free si ritiene che la metodologia di calcolo dovrebbe essere definita in modo tale da riflettere valori "normali" dei rendimenti riconosciuti, sterilizzando gli effetti di eccezionalità attualmente osservati.

Anche alla luce della forte ripresa dell'inflazione osservata negli ultimi mesi, i cui effetti sui tassi di interesse saranno di crescita già nel breve termine, una metodologia che comporti l'adozione di tassi di rendimento reali negativi per le attività prive di rischio si ritiene non percorribile oltre che non sostenibile.

Come osservato nella risposta alla precedente consultazione, si ritiene che il tasso RF debba essere determinato con riferimento a periodi di osservazione di più lunga durata (10 anni) in linea con la prassi comunemente adottata dai Regolatori nazionali anche negli altri principali Paesi Europei (i.e. Germania, Francia e Spagna).

Ove l'Autorità decida comunque di confermare l'impostazione di determinare il tasso RF sulla base di serie storiche di breve periodo (i.e. 12 mesi), si ritiene necessario prevedere il mantenimento di un *floor*, in continuità con l'attuale formulazione. In ogni caso, si ritiene che i valori del *Convenience*, *Forward*, *Uncertainty Premia* (CP, FP e UP), debbano essere posti pari al valore più alto del range proposto in relazione alle incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse. Questo al fine di limitare potenziali problemi di finanziabilità in caso di sottostima della velocità di crescita dei tassi di interesse rispetto a quanto considerato nelle curve *forward*.

In base a quanto sopra si ritiene che il valore del *RF* riconosciuto ai fini regolatori debba essere positivo e comunque non inferiore a 0,5%.

Country Risk Premium

Analogamente alle considerazioni indicate per la determinazione del tasso RF, anche relativamente alla determinazione del *Country Risk Premium* (CRP) si ribadisce l'opportunità di un ampliamento dei periodi di osservazione (i.e. 10 anni e comunque non inferiore a tre anni) in modo da risolvere le problematiche legate alla volatilità dei mercati.

Ove l'Autorità intenda confermare l'impostazione prospettata nel documento di consultazione di fare riferimento a serie storiche di più breve periodo (i.e. 12 mesi), si condivide la necessità di introdurre un opportuno parametro che consenta di considerare nel calcolo del CRP anche lo spread prospettico tra titoli italiani e i titoli dei Paesi dell'Eurozona a rating elevato (FP^{CRP}).

Si richiama infine la necessità di considerare un ulteriore aggiustamento del CRP che consenta di tenere opportunamente in conto degli effetti distorsivi causati dai programmi di acquisto titoli della banca Centrale Europea - non intercettati da nessuno dei fattori correttivi attualmente prospettati (incluso il FP^{CRP}) - mediante l'applicazione di un opportuno fattore correttivo ("QE Premium"). In merito alla determinazione del CRP in termini reali si ritiene necessario prevedere che ai fini del calcolo venga considerato il differenziale dell'inflazione italiana e quella dei Paesi core in luogo della sola inflazione europea.

In base a quanto sopra si ritiene che il valore del *CRP* riconosciuto ai fini regolatori non debba risultare inferiore a 1,7%.

Asset beta

Con riferimento alla determinazione del parametro “asset beta” si condivide quanto proposto dall’Autorità sull’opportunità di procedere ad una prima revisione straordinaria dei valori di tale parametro, alla luce delle evidenze osservate a livello internazionale.

Più in particolare, sotto il profilo economico/finanziario, si rileva una maggior rischiosità percepita dagli investitori per le imprese italiane rispetto ai *peers* europei come dimostrato da livelli di beta asset storicamente osservati sui mercati. Analogamente, sotto il profilo regolatorio, si rilevano valori di *asset beta* degli operatori infrastrutturali riconosciuti negli altri Paesi europei mediamente superiori allo 0,4. Alla luce di quanto sopra si ritiene non più procrastinabile un adeguamento del parametro “asset beta”, in particolare per l’attività di trasporto del gas.

In relazione alle specifiche condizioni di rischio del settore, è necessario considerare la percezione di grande incertezza che continua a permanere sul ruolo del gas naturale in un orizzonte temporale di lungo periodo rispetto al settore elettrico. A tali aspetti più di carattere generale legati all’evoluzione del settore gas nel suo complesso, se ne aggiungono altri più *country-specific* legati alla particolare natura dei progetti nel sottosuolo caratterizzati da rischi ambientali ed idrogeologici, oltre che alla continua antropizzazione del territorio, particolarmente rilevanti in Italia rispetto ad altre realtà europee.

In particolare, l’attività di trasporto gas in Italia è caratterizzata da maggiori elementi di rischio rispetto alla trasmissione elettrica in quanto effettuata in regime libero e non in concessione (es. competizione metanizzazione di nuove aree del paese), il gas è una fonte di energia sostituibile da parte di fonti energetiche alternative, le immissioni sono concentrate su un numero molto limitato di punti di entrata (e non distribuiti sul territorio nazionale) con maggiori rischi in termini di dimensione del singolo investimento e di impatto in caso di mancata utilizzazione/interruzione di un punto di entrata.

In base a quanto sopra si ritiene che il valore del *beta asset* riconosciuto ai fini regolatori per l’attività di trasporto gas non debba risultare inferiore a 0,42. Tenuto conto degli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione che impegneranno il settore nei prossimi anni il valore dell’asset beta dovrebbe essere addirittura superiore rispetto a quello riscontrato in passato.

Total Market Return (TMR)

Con riferimento alla determinazione del Total Market Return da utilizzare nell'ambito della determinazione del premio per il rischio di mercato si richiama nuovamente la necessità di fare riferimento alla sola media aritmetica, in quanto considerata la metodologia più corretta secondo la teoria finanziaria per stimare il rendimento futuro.

In letteratura, infatti, è riscontrabile un ampio consenso sulla maggior appropriatezza dell'utilizzo di tale media nella determinazione del premio per il rischio di mercato, inclusi gli stessi Dimson-Marshall-Staunton dalle cui serie storiche vengono derivati i dati utilizzati nella prassi regolatoria per il calcolo del TMR.

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. Come peraltro osservato dalla stessa Oxera, l'utilizzo della media aritmetica risulta generalmente condiviso dai testi accademici di *corporate finance* nella stima dell'ERP.

In caso di ponderazione si ritiene ad ogni modo necessario attribuire alla media aritmetica un peso non inferiore al 95%, valore che si otterrebbe dall'applicazione puntuale della metodologia di calcolo proposta da Jacquier, Kane e Marcus (ripresi dalla stessa Autorità) e che prevede l'applicazione alla media geometrica di un peso pari al rapporto tra la durata del periodo di regolazione e l'intervallo di stima dei dati storici.

Alla luce di quanto sopra si ritiene che il valore di Total Market Return riconosciuto ai fini regolatori non possa risultare inferiore al 6,6% in termini reali.

Costo del Debito

Come già osservato nella nostra precedente risposta al documento di consultazione, si ritiene opportuno confermare l'attuale metodologia di calcolo del costo del debito riconosciuto. La nuova metodologia di calcolo, infatti, basata su indici iBoxx non risulta pienamente rappresentativa dell'effettivo costo di finanziamento delle *utilities* italiane che sulla base di analisi storiche mostrano valori mediamente superiori a tali indici. In particolare, per il settore del gas naturale l'accesso a fonti di finanziamento sarà sempre più costoso anche in relazione alle più recenti disposizioni di politica economica ed ambientali introdotte con la Tassonomia.

Ove l'Autorità intenda comunque confermare la nuova impostazione metodologica proposta, alla luce della portata delle novità che la nuova formulazione introdurrebbe si ritiene opportuno considerare una forma di maggiore gradualità secondo un approccio più lineare rispetto a quanto proposto dall'Autorità che potrebbe prevedere i) nel primo triennio la 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 pari rispettivamente a 70% - 30% e ii) nel secondo triennio, la 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 pari rispettivamente a 30% - 70%.

In aggiunta, data la poca rappresentatività delle imprese italiane nel paniere degli indici iBoxx, si ribadisce la necessità di prevedere una componente aggiuntiva - non presente nella proposta in consultazione - corrispondente al *Country Risk Premium* al fine di non sottostimare il futuro andamento del costo del debito delle *utilities* italiane.

Infine, si ritiene che per la stima del *Forward Premium* per il nuovo debito, debbano essere considerati i soli rendimenti dei titoli governativi dell'Eurozona con rating BBB coerentemente con i rating degli indici iBoxx utilizzati.

Tax Rate

La proposta di prevedere la fissazione del parametro Tp pari al 28% non si ritiene condivisibile. Tale valore non risulta infatti rappresentativo dell'effettiva incidenza fiscale delle Società in quanto incorpora gli effetti di fenomeni straordinari o non ricorrenti che andrebbero invece depurati, e non sembra considerare la differente base imponibile su cui trovano applicazione le aliquote IRES e IRAP.

Le evidenze sulla tassazione effettiva riscontrate negli ultimi due anni per la scrivente Società evidenziano l'adequatezza del valore del parametro Tp previsto nell'attuale periodo di regolazione e fissato pari al 31%.

2. DURATA E ARTICOLAZIONE DEL PERIODO REGOLATORIO - LOGICHE DI AGGIORNAMENTO

S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.

La proposta dell'Autorità di mantenere pari a 6 anni la durata del secondo periodo regolatorio del tasso di remunerazione del capitale investito per le regolazioni infrastrutturali dei settori elettrico e gas (II PWACC) si ritiene condivisibile.

Tale impostazione risulta infatti coerente con l'obiettivo di favorire la stabilità e certezza del quadro di regolazione, necessario per gli operatori infrastrutturali al fine di intraprendere decisioni di investimento di lungo periodo.

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

La proposta dell'Autorità di considerare una frequenza di aggiornamento triennale del WACC in base ai principali parametri relativi al contesto macroeconomico e fiscale, con un ulteriore meccanismo di aggiornamento annuale secondo logica *trigger* per variazioni del tasso superiori una determinata soglia (Ipotesi B di cui al primo DCO), si ritiene condivisibile. Si ritiene infatti che tale opzione sia quella in grado di meglio perseguire l'obiettivo di stabilità regolatoria, permettendo contestualmente di recepire eventuali variazioni, ove significative, negli indicatori di mercato utilizzati per la stima di tali parametri.

Con riferimento all'attivazione del meccanismo di *trigger*, si ritiene condivisibile l'impostazione dell'Autorità di valutarne l'attivazione in base ai soli parametri indicati nel documento di consultazione ed eventualmente in caso di attivazione prevedere un suo aggiornamento anche in base agli altri parametri (ia e *Forward Premia*).

Con riferimento alle durate dei periodi di osservazione ritenuti più opportuni per la stima dei singoli parametri ed agli orizzonti temporali di riferimento per l'aggiornamento dei singoli parametri, si richiamano qui interamente le osservazioni presentate nella risposta al documento per la consultazione n. 308/2021/R/com.

In particolare, con riferimento al tasso RF - al fine di risolvere le problematiche legate alla elevata volatilità riscontrata nei mercati – anche ai fini di un aggiornamento annuale si ritiene più opportuno considerare i valori rilevati negli ultimi 10 anni solari disponibili. Ove al contrario l’Autorità decidesse di confermare l’approccio basato sull’utilizzo di serie storiche di più breve periodo (i.e. orizzonte a 12 mesi) si ritiene opportuno considerare il periodo 1 ottobre – 30 settembre, in coerenza con l’orizzonte storicamente utilizzato, come meglio precisato in risposta al successivo punto di osservazione S.5.

In merito ai parametri *SPREAD* e *isr* si condivide l’impostazione di utilizzare periodi coerenti con quelli di determinazione del RF. Si ritiene opportuno prevedere che anche per i parametri FP e FP^{CRP} sia effettuato il calcolo con riferimento ad un orizzonte coerente con quello dell’aggiornamento triennale del WACC (i.e. fine 2024).

Con riferimento all’indice $iBoxx^{spot}$ - coerentemente con il calcolo prospettato per la determinazione del costo del nuovo debito ad inizio periodo di regolazione - si ritiene opportuno utilizzare invece che il valore rilevato al momento dell’aggiornamento la media dei tassi delle serie iBoxx registrata in un periodo di osservazione coerente con quello considerato per la determinazione del parametro RF.

Infine, per garantire trasparenza e prevedibilità della regolazione, si ritiene altresì opportuno definire sin dall’inizio del II PWACC le condizioni che potrebbero comportare o meno l’eventuale applicazione di un meccanismo *trigger* anche nel corso del secondo triennio del periodo di regolazione.

3. CRITERI PER LA DEFINIZIONE DEI PARAMETRI DEL WACC

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

Si condivide la proposta dell'Autorità di dare continuità alle scelte adottate nei precedenti periodi regolatori, confermando la scelta di fissare il tasso di remunerazione del capitale investito come media ponderata tra costo del capitale proprio e costo del capitale di debito (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*), espresso in termini reali pre-tasse, secondo la formulazione prevista nell'attuale periodo di regolazione. Tale impostazione si auspica possa consentire l'individuazione di un livello di remunerazione riconosciuto coerente con quanto definito con la precedente metodologia.

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

Si condivide l'impostazione di prevedere che la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio continui ad essere fondata sulla metodologia del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), secondo la formulazione proposta nel documento di consultazione n. 308/2021/R/com. Il CAPM si caratterizza infatti per la solida base teorica nonché per la sua semplicità di applicazione e trasparenza rispetto alle altre metodologie di stima del costo del capitale proprio. Tale metodo consente di definire esplicitamente il rendimento richiesto dai portatori di capitale per investire in attività in funzione del relativo profilo di rischio. Inoltre, tale metodologia costituisce una prassi consolidata a livello internazionale nella fissazione del livello del costo del capitale riconosciuto ai fini regolatori.

Come meglio specificato nelle risposte ai successivi spunti di consultazione, si ritiene tuttavia necessario prevedere alcuni accorgimenti nelle metodologie di determinazione dei singoli parametri.

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.

Il tasso *risk-free* dovrebbe essere contraddistinto da una ragionevole stabilità nel tempo e risentire in modo meno diretto rispetto ad altri parametri della volatilità dei mercati finanziari. Tuttavia, come noto, le politiche monetarie di *Quantitative Easing* implementate dalla BCE negli ultimi anni hanno avuto l'effetto di una riduzione "artificiale" dei rendimenti dei buoni del tesoro decennali (considerati come una proxy appropriata del tasso *risk-free*), tale da non riflettere correttamente il concetto di *risk free rate* alla base del rendimento generalmente richiesto dagli investitori.

Come indicato nella risposta al documento di consultazione n. 308/2021/R/com, si ritiene che la sterilizzazione degli effetti di eccezionalità attualmente riscontrati (accentuati dalle conseguenze della pandemia di COVID-19) potrebbe essere meglio ottenuta prevedendo un ampliamento dei periodi di osservazione utilizzati ai fini del calcolo (maggiori di 12 mesi), da rafforzare ulteriormente mediante opportuni "fattori correttivi" e "*floor*" che limitino la volatilità. La scelta di utilizzare una media di lungo periodo permetterebbe infatti di mitigare, almeno in parte, tale andamento anomalo e non giustificato dai fondamentali economici. L'utilizzo di periodi di osservazione di più lunga durata risulta peraltro essere la prassi comunemente adottata dai Regolatori nazionali negli altri principali Paesi Europei:

- In Francia la Commission de régulation de l'énergie (CRE) per il periodo 2020-2024 ha determinato il RF in base all'osservazione per un periodo di dieci anni dei rendimenti dei titoli di Stato francesi ("OAT") con scadenza a 10 anni, considerati come gli investimenti a più basso rischio;
- In Germania l'Autorità Bundesnetzagentur (Bnetza) ha utilizzato la media dei rendimenti effettivi dei titoli a tasso fisso di emittenti nazionali pubblicati dalla Deutsche Bundesbank negli ultimi dieci anni solari conclusi (titoli di debito bancario, obbligazioni societarie, obbligazioni del settore pubblico);
- In Spagna la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) ha optato per l'utilizzo di una media delle quotazioni giornaliere tra il 1° gennaio dell'anno n-8 e il 31 dicembre dell'anno n-3 del titolo di Stato spagnolo a 10 anni, ovvero gli ultimi sei anni solari antecedenti l'anno t-2 (introducendo altresì un opportuno correttivo per considerare opportunamente gli effetti introdotti dalle misure di QE della BCE).

Si ribadisce pertanto l'opportunità di prevedere che il tasso RF venga determinato come media dei tassi di rendimento dei titoli di stato di paesi EU con livello di rating almeno AA, rilevati negli ultimi 10 anni solari disponibili (gennaio 2011 – dicembre 2020).

Ove l'Autorità decida comunque di confermare l'impostazione di determinare il tasso RF sulla base di serie storiche di breve periodo (i.e. 12 mesi), si ritiene necessario prevedere il mantenimento di un *floor*, in continuità con l'attuale formulazione. Le motivazioni - indicate dalla stessa Autorità - che avevano portato alla sua introduzione nell'attuale periodo di regolazione, risultano infatti tuttora in essere se non ulteriormente rafforzate dall'attuale contesto macro-economico¹. L'introduzione degli specifici premi proposti i.e. FP e UP in sostituzione del *floor* (in quanto il CP viene previsto ai fini della corretta applicazione della metodologia CAPM e andrebbe comunque applicato in entrambi i casi) non risulterebbe peraltro sufficiente ad intercettare e sterilizzare del tutto gli effetti distorsivi osservati sui mercati. In ogni caso, si ritiene che i valori del *Convenience*, *Forward*, *Uncertainty Premium* (CP, FP e UP), debbano essere posti pari al valore più alto del range proposto in relazione alle incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse. Questo al fine di limitare potenziali problemi di finanziabilità in caso di sottostima della velocità di crescita dei tassi di interesse rispetto a quanto considerato nelle curve *forward*.

Relativamente al periodo per il calcolo del RF si ritiene opportuno considerare l'intervallo 1 ottobre 2020 – 30 settembre 2021, in continuità e coerentemente con le scelte adottate nei precedenti periodi di regolazione, anche in considerazione del fatto che tale periodo di rilevazione rappresenta un riferimento noto ai mercati. Diversamente, ove l'Autorità ritenga opportuno considerare un periodo di osservazione più prossimo all'avvio del II PWACC, si ritiene opportuno considerare l'intervallo più recente disponibile i.e. 1 dicembre 2020 - 30 novembre 2021.

In merito al calcolo dei parametri per gli aggiustamenti al tasso RF si osserva quanto segue.

In primo luogo, si evidenzia come risulti necessario prevedere che la stima dei premi introdotti sia effettuata garantendo coerenza metodologica con i principi di calcolo utilizzati per il *risk-free*. In particolare, con riferimento ai parametri *Convenience Premium* e *Forward Premium*, si ritiene che per la stima di tali parametri debbano essere considerati

¹ i.e. effetti depressivi sui titoli di Stato derivanti dalle straordinarie misure espansive adottate dalla BCE come indicato nei documenti di consultazione n. 278/2015 e 509/215.

non solo i rendimenti dei titoli governativi dell'Eurozona con *rating* AAA ma anche i rendimenti relativi a titoli con *rating* AA, coerentemente con la metodologia prospettata dall'Autorità per la determinazione del tasso *risk-free* basata sui rendimenti dei titoli di stato dell'Eurozona con *rating* AA e AAA. In relazione al riferimento per il calcolo del parametro si ritiene opportuno considerare l'anno 2024 – a metà del periodo del PIWACC - in coerenza con le tempistiche di aggiornamento del tasso di remunerazione. Nello specifico, ai fini del calcolo, in luogo di una media dei valori spot mensili si ritiene opportuno utilizzare serie storiche coerenti con quelle utilizzate ai fini della stima del *risk-free*, ossia un arco temporale di almeno 12 mesi, al fine di mitigare la possibile volatilità.

Con riferimento alla determinazione del *Convenience Premium*, si ritiene opportuno che tale valore venga calcolato facendo riferimento a stime di più lungo periodo, anche in considerazione del fatto che tale parametro non sarebbe oggetto di aggiornamento infra-periodo in base a quanto prospettato dall'Autorità nel documento di consultazione.

In merito all'*Uncertainty Premium* - considerando le incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse, particolarmente acute nell'attuale situazione come rilevato dalla stessa Autorità - si ritiene opportuno prevedere un dimensionamento al valore più alto tra quelli individuati in precedenti decisioni regolatorie di altri Paesi. Questo al fine di limitare potenziali problemi di finanziabilità delle imprese che si potrebbero verificare in caso di sottostima della velocità di crescita dei tassi di interesse rispetto a quanto considerato nelle curve *forward*.

In base a quanto sopra si ritiene che il valore del *RF* riconosciuto ai fini regolatori debba essere positivo e comunque non inferiore a 0,5%.

<u>S7.</u> Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato.

Ai fini della determinazione Total Market Return (TMR) da utilizzare come base per il calcolo del premio per il rischio di mercato (ERP) si ritiene condivisibile prevedere l'utilizzo di serie storiche di lungo periodo utilizzando il riferimento di Dimson, Marsh e Stauton (DMS) relative al periodo 1900-2020.

Si ritiene tuttavia opportuno fare riferimento esclusivamente alla media aritmetica dei valori osservati, sulla base delle argomentazioni già indicate in risposta al documento di consultazione n. 308/2021/R/com che vengono di seguito richiamate.

In primo luogo, in letteratura sembra esservi ampio consenso sulla maggior appropriatezza dell'utilizzo di tale media nella determinazione del premio per il rischio di mercato². 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. Come peraltro osservato dalla stessa Oxera, l'utilizzo della media aritmetica risulta generalmente condiviso dai testi accademici di *corporate finance* nella stima dell'ERP.

Gli stessi DMS affermano che la media aritmetica rappresenta: *“la nostra stima del premio per il rischio sull'Equity di lungo periodo che deve essere utilizzata nell'asset allocation, nelle valutazioni dei titoli azionari, e nelle applicazioni in ambito regolatorio e di capital budgeting.”* Sempre DMS hanno evidenziato come: *“To estimate the equity risk premium to use in discounting future cash flows, we need the expected future risk premium, which is the arithmetic mean of the possible premiums that may occur. Suppose future returns are drawn from the same distribution as those that occurred in the past. In this case, the expected risk premium is the arithmetic mean (or simple average) of the one-year historical premiums.”*³

Anche il SSBI (Year 2020)⁴, fonte utilizzata negli Stati Uniti come riferimento per la determinazione del premio per il rischio, si indica di utilizzare unicamente le medie aritmetiche in quanto più appropriate da utilizzare quando si scontano flussi di cassa futuri (*“The equity risk premium data presented in this book are arithmetic average risk premiums as opposed to geometric average risk premiums. The arithmetic average equity risk premium can be demonstrated to be most appropriate when discounting future cash flows. For use as the expected equity risk premium in either the CAPM or the building-block approach, the arithmetic mean or the simple difference of the arithmetic means of stock market returns and riskless rates is the relevant number. This is because both the CAPM and the building-block approach are additive models, in which the cost of capital is*

² In uno studio condotto da Bruner, Eades, Harris e Higgins sulle prassi adottate dai professionisti in ambito finanziario negli Stati Uniti per la stima del costo del capitale e gli input selezionati è emerso come il 71% dei testi di finanza e trading raccomandasse l'utilizzo della media aritmetica.

³ GLOBAL EVIDENCE ON THE EQUITY RISK PREMIUM by Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, London Business School - JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE

⁴ Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (SBBBI®) Yearbook (2020 Summary Edition) di R.G. Ibbotson (Prof. Emerito di Finanza alla Yale School of Management) e J.P Harrington.

the sum of its parts. The geometric average is more appropriate for reporting past performance because it represents the compound average return”).

Altri recenti studi accademici metodologie adottate da altre autorità europee (es. nel Regno Unito e in Irlanda) forniscono ulteriori elementi a sostegno dell'utilizzo della sola media aritmetica nella stima del TMR:

- L'autore Wright, S. *et al* (2018) afferma che nel contesto di un modello CAPM la media aritmetica costituisce un metodo di stima accurato e non distorto dei rendimenti in quanto il CAPM è un modello caratterizzato da un singolo periodo;
- Il Professor Ian Cooper dimostra che per un periodo di investimento superiore ad un anno, una corretta stima dei rendimenti attesi richieda solamente un piccolo aggiustamento al rialzo rispetto alla media aritmetica o geometrica. Basandosi sullo studio del Professor Cooper, Schaefer, S. (2020) dimostra che l'aggiustamento incrementale rispetto alla media aritmetica per un periodo di investimento pari ad un anno debba essere nullo. Poiché la media aritmetica dei rendimenti storici basati su serie come quella DMS assumono implicitamente investimenti detenuti per un anno, è possibile utilizzare direttamente e senza bisogno di aggiustamenti la sola media aritmetica;
- La CMA, autorità per la regolazione del settore idrico nel Regno Unito, utilizza la media aritmetica senza alcun tipo di aggiustamento nel calcolo del TMR;
- La CRU, autorità per la regolazione del settore idrico in Irlanda, basa il calcolo del valore TMR medio di lungo periodo per i paesi europei sull'utilizzo della media aritmetica.

In caso di ponderazione si ritiene ad ogni modo necessario attribuire alla media aritmetica un peso non inferiore al 95%, valore che si otterrebbe dall'applicazione puntuale della metodologia di calcolo proposta da Jacquier, Kane e Marcus (ripresi dalla stessa Autorità) e che prevede l'applicazione alla media geometrica di un peso pari al rapporto tra la durata del periodo di regolazione e l'intervallo di stima dei dati storici.

Alla luce di quanto sopra e dei risultati ottenibili dall'applicazione della sola media aritmetica alle serie DMS riferite al periodo 1900-2020 si ritiene che il valore di *Total Market Return* riconosciuto ai fini regolatori non possa risultare inferiore al 6,6% in termini reali.

S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium.

Analogamente alle considerazioni indicate per la determinazione del tasso RF, si ritiene che anche la metodologia di determinazione del Country Risk Premium (CRP) dovrebbe essere definita in modo tale da riflettere valori “normali” dei rendimenti riconosciuti. Pertanto, anche per tale parametro si ritiene auspicabile un ampliamento dei periodi di osservazione utilizzati al fine del calcolo (i.e. 10 anni e comunque non inferiore a tre anni) in modo da risolvere le problematiche legate alla volatilità dei mercati.

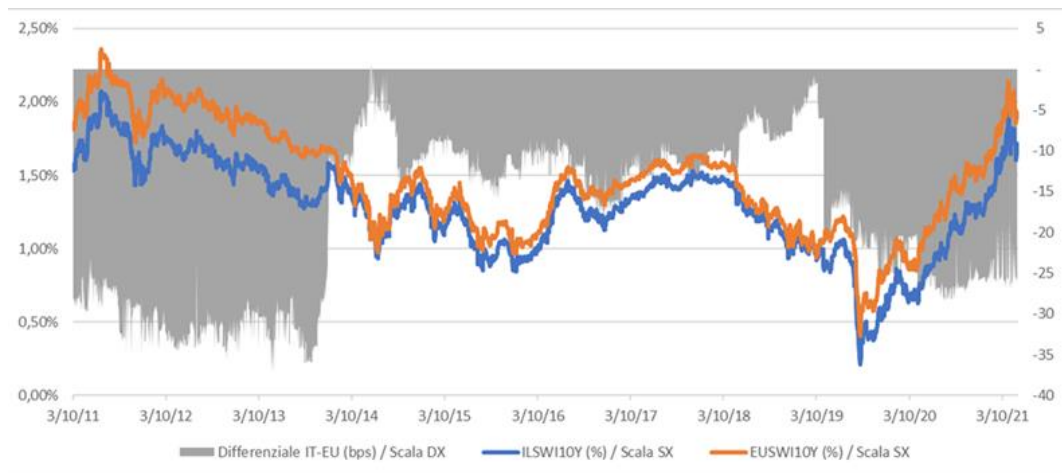
Ove l'Autorità decidesse di confermare l'impostazione prospettata nel documento di consultazione per il calcolo del tasso RF, si ribadisce la necessità di prevedere un aggiustamento del CRP che consenta di tenere opportunamente in conto - mediante l'applicazione di un opportuno fattore correttivo (“QE Premium”) - degli effetti distorsivi causati dai programmi di acquisto titoli della banca Centrale Europea (stimati da alcune primarie istituzioni bancarie internazionali pari ad almeno 0,5% per l'Italia), non intercettati da nessuno dei fattori correttivi attualmente prospettati (incluso il FP^{CRP}). Un approccio analogo a quello sopra indicato è stato recentemente adottato in Spagna, prevedendo un premio incorporato nel tasso RF pari a 0,8%.

Si ritiene invece condivisibile l'introduzione di un opportuno parametro che consenta di considerare nel calcolo del CRP anche lo spread prospettico tra titoli italiani e i titoli dei Paesi dell'Eurozona a rating elevato (FP^{CRP}) che non risultava essere intercettato da nessuno dei premi individuati nel documento di consultazione n. 308/2021/R/com.

Si ritiene altresì opportuno, ai fini del calcolo del CRP in termini reali, considerare i differenziali di inflazione tra Italia ed i Paesi con rating elevato in luogo della sola inflazione Europea. Infatti, si evidenzia come le aspettative di inflazione italiana siano state storicamente più basse rispetto a quelle europee, influenzando di conseguenza anche le scelte di investimento degli investitori europei, i quali trovano maggiore convenienza economica - tenendo in considerazione gli opportuni aggiustamenti per il rischio Paese - ad investire in assets reali di un Paese con inflazione più alta.

A tal riguardo, si veda il grafico seguente il quale confronta l'andamento storico delle aspettative di inflazione italiana a 10 anni “ILSWI10Y” (Ex Tabacco in quanto per Italia non risulta disponibile su Bloomberg la ILSWI10Y che include invece Tabacco in

analogia all'Inflazione Europea "EUSWIT10Y" considerata nel calcolo del RfR) con le aspettative di inflazione Europea a 10 anni "EUSW10Y".



Si nota come, in particolare, negli ultimi 12 mesi, in coerenza con il periodo di osservazione per il CRP ed il tasso *risk-free* prospettato dall'Autorità, le aspettative di inflazione italiana siano state in media più basse di ca. 25 bps rispetto alle aspettative di inflazione europea.

L'adozione dell'inflazione italiana nel calcolo del CRP appare inoltre più coerente con le modalità di valutazione del capitale investito riconosciuto ai fini regolatori, che utilizza ai fini della rivalutazione indici basati sugli andamenti inflattivi italiani.

In base a quanto sopra si ritiene che il valore del *CRP* riconosciuto ai fini regolatori non debba risultare inferiore a 1,7%.

S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta.

Con riferimento alla determinazione del parametro "asset beta" si condivide quanto proposto dall'Autorità sull'opportunità di procedere ad una prima revisione straordinaria dei valori di tale parametro, alla luce delle evidenze osservate a livello internazionale.

Più in particolare, sotto il profilo economico/finanziario, si rileva una maggior rischiosità percepita dagli investitori per le imprese italiane rispetto ai *peers* europei come dimostrato da livelli di beta asset storicamente osservati sui mercati. Analogamente, sotto il profilo regolatorio, si rilevano valori di *asset beta* degli operatori infrastrutturali riconosciuti negli

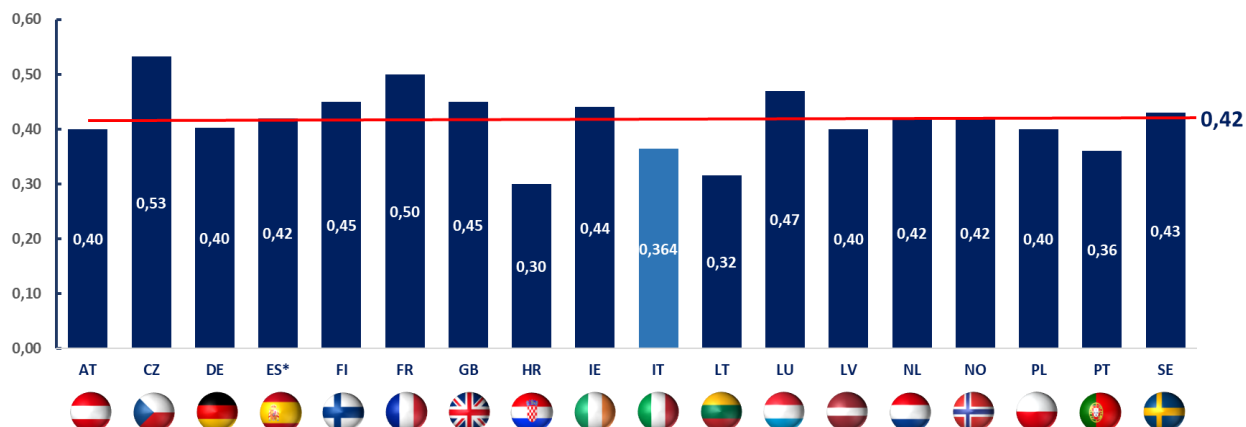
altri Paesi europei mediamente superiori allo 0,4. Alla luce di quanto sopra si ritiene non più procrastinabile un adeguamento del parametro “asset beta”, in particolare per l’attività di trasporto del gas.

In relazione alle specifiche condizioni di rischio del settore, è necessario considerare la percezione di grande incertezza che continua a permanere sul ruolo del gas naturale in un orizzonte temporale di lungo periodo rispetto al settore elettrico. A tali aspetti più di carattere generale legati all’evoluzione del settore gas nel suo complesso, se ne aggiungono altri più *country-specific* legati alla particolare natura dei progetti nel sottosuolo caratterizzati da rischi ambientali ed idrogeologici, oltre che alla continua antropizzazione del territorio, particolarmente rilevanti in Italia rispetto ad altre realtà europee.

In particolare, l’attività di trasporto gas in Italia è caratterizzata da maggiori elementi di rischio rispetto alla trasmissione elettrica in quanto effettuata in regime libero e non in concessione (es. competizione metanizzazione di nuove aree del paese), il gas è una fonte di energia sostituibile da parte di fonti energetiche alternative, le immissioni sono concentrate su un numero molto limitato di punti di entrata (e non distribuiti sul territorio nazionale) con maggiori rischi in termini di dimensione del singolo investimento e di impatto in caso di mancata utilizzazione/interruzione di un punto di entrata.

Inoltre, come già evidenziato in risposta al documento di consultazione n. 308/2021/R/com, il valore di β_{asset} riconosciuto dall’Autorità per il settore gas, con particolare riferimento all’attività di trasporto, si colloca tra i più bassi d’Europa e significativamente al di sotto della media rilevata, pari a 0,42⁵.

⁵ CEER Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2020 – Ref: C20-IRB-54-03 e decisioni regolatorie.



Tale differenza appare ancora più evidente se confrontata con i valori riconosciuti per i principali Paesi a rating elevato - con caratteristiche comparabili all'Italia in termini di dimensioni e stato di evoluzione del mercato - considerati nell'ambito della determinazione dei parametri del tasso di remunerazione (Francia 0,50; Olanda 0,42; Germania 0,4025).

In base a quanto sopra si ritiene che il valore del *beta asset* riconosciuto ai fini regolatori non debba risultare inferiore a 0,42. Tenuto conto degli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione che impegneranno il settore nei prossimi anni il valore dell'asset beta dovrebbe essere addirittura superiore rispetto a quello riscontrato in passato.

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

In termini generali - come già osservato nella nostra precedente risposta al documento di consultazione n. 308/2021/R/com - si ritiene più opportuno confermare l'attuale metodologia di calcolo del costo del debito riconosciuto determinato come somma del tasso RF, del tasso CRP e del premio per il rischio del debito (DRP). Infatti, la metodologia di calcolo basata su indici iBoxx non risulta pienamente rappresentativa dell'effettivo costo di finanziamento delle *utilities* italiane che sulla base di analisi storiche mostrano valori mediamente superiori a tali indici. In particolare, per il settore del gas naturale l'accesso a fonti di finanziamento sarà sempre più costoso anche in relazione alle più recenti disposizioni di politica economica ed ambientali introdotte con la Tassonomia.

Ove l'Autorità intenda comunque confermare la nuova impostazione metodologica proposta, si condivide la necessità di prevedere una gradualità nell'introduzione della nuova modalità di determinazione al fine di evitare che si generino significative discontinuità rispetto al passato e sostenere la coerenza e prevedibilità del quadro regolatorio.

Tuttavia, alla luce della portata delle novità che la nuova formulazione introdurrebbe si ritiene opportuno prevedere una forma di maggiore gradualità secondo un approccio più lineare rispetto a quanto proposto dall'Autorità che, esauendo gli effetti all'interno del II PWACC, potrebbe prevedere:

- nel primo triennio, la 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 pari rispettivamente a 70% - 30%;
- nel secondo triennio, la 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 pari rispettivamente a 30% - 70%.

Inoltre, si ritiene che per la stima del *Forward Premium* per il nuovo debito, debbano essere considerati i soli rendimenti dei titoli governativi dell'Eurozona con rating BBB coerentemente con i rating degli indici iBoxx utilizzati.

In aggiunta, si osserva come gli indici iBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB siano caratterizzati da un peso percentuale molto basso dell'Italia. Si deduce, pertanto, che l'utilizzo di tali indici per il calcolo del costo del debito potrebbe non tenere pienamente in considerazione una componente di rischio Paese data la poca rappresentatività delle imprese italiane nei panieri. Si sottolinea, inoltre, che con il prospettato termine dei programmi straordinari di acquisto da parte della BCE, è presumibile attendersi un allargamento tra i rendimenti delle Corporate dei Paesi Core rispetto a quelli dei Paesi Periferici, comportando il rischio che un costo del debito riconosciuto determinato secondo le rilevazioni degli indici iBoxx possa sottostimare il futuro andamento del costo del debito delle *utility* italiane. Si ritiene pertanto necessario prevedere una componente aggiuntiva, non presente nella proposta in consultazione, corrispondente al Country Risk Premium.

In merito alla modalità di calcolo del valore del costo del nuovo debito si condivide l'opportunità di fare riferimento alla media dei tassi delle serie IBoxx registrata in un periodo di osservazione coerente con quello utilizzato per la determinazione del parametro RF, in luogo del valore puntuale rilevato al momento della sua determinazione. Tale approccio risulterebbe infatti caratterizzato da una maggiore trasparenza, consentendo al contempo mitigare effetti di volatilità del parametro.

Nella determinazione del costo riconosciuto per il nuovo debito risulta inoltre necessario considerare opportunamente anche i costi di *liability management* che non risulterebbero altrimenti "catturati" dagli indici iBoxx. In tale ambito, si segnala come tali costi di *liability management* siano relativi alla chiusura anticipata di un finanziamento esistente, sia esso obbligazionario e/o bancario, che le Società nel recente contesto di mercato sono state solite sostenere in ottica di *risk management* al fine di bloccare le favorevoli condizioni di mercato.

Si condivide infine come prospettato nel documento di consultazione l'applicazione di un'ulteriore componente (ADD) a copertura dei costi di transazione, da rivedere tuttavia al rialzo rispetto a quanto ipotizzato alla luce dei costi effettivi che le Società si trovano a sostenere anticipatamente rispetto all'emissione del nuovo debito.

<u>S11.</u> Osservazioni in merito ai parametri fiscali.

La proposta di prevedere la fissazione del parametro Tp pari al 28% non si ritiene condivisibile in quanto tale valore non risulta rappresentativo dell'effettiva incidenza fiscale.

Occorre infatti considerare come i valori di *tax rate* rilevabili dai bilanci degli operatori incorporino fenomeni straordinari o non ricorrenti che non sono rappresentativi del carico della tassazione ordinaria. Un calcolo corretto richiede pertanto di depurare il *tax rate* da tali effetti.

Va inoltre opportunamente considerata la differente base imponibile su cui trovano applicazione le aliquote IRES e IRAP. Dal momento che la base imponibile dell'IRAP risulta maggiore della base imponibile dell'IRES non risulta metodologicamente corretto sommare le due aliquote ai fini del calcolo del parametro Tp.

Va altresì segnalato come una revisione al ribasso del parametro Tp non risulta supportata da una riduzione delle aliquote vigenti, tenuto conto che l'ultima variazione dell'aliquota IRES (avvenuta nel 2016) risulta già essere stata incorporata nelle decisioni assunte relativamente al livello di tassazione per il periodo 2019-2021.

Le evidenze sulla tassazione effettiva riscontrate negli ultimi due anni per la scrivente Società confermano come il valore proposto non risulti sufficiente alla piena copertura dell'imposizione fiscale. In base alle evidenze fiscali rilevabili per gli anni 2019-2020 il valore del tax rate effettivo si è attestato a circa il 31%.

Sulla base delle evidenze sopra riportate si ritiene necessario confermare il valore del parametro Tp previsto nell'attuale periodo di regolazione e fissato pari al 31%.

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

Si condivide l'approccio dell'Autorità di confermare il *gearing* quale parametro specifico di settore e pertanto di mantenere gli attuali valori e prevederne l'eventuale aggiornamento, ove opportuno, in sede delle revisioni tariffarie specifiche di ogni servizio regolato.

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

Si condivide l'approccio dell'Autorità di confermare l'applicazione del fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali (Fattore F) secondo l'impostazione attualmente in vigore, coerentemente alla proposta di mantenere invariata l'attuale formula di determinazione del tasso di remunerazione riconosciuto (WACC) espresso in termini reali pre-tasse.