

DCO 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 ANIGAS

Milano, 2 dicembre 2021

PREMESSA

Anigas, con il presente documento reca le proprie osservazioni al DCO 488/2021/R/com diffuso dall'Autorità recante gli orientamenti finali 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).

CONSIDERAZIONI GENERALI

Come evidenziato nell'ambito della recente consultazione del quadro strategico dell'Autorità per il periodo 2022-2025, **il sistema infrastrutturale rappresenta un patrimonio nazionale che garantisce la sicurezza delle forniture** e può porci in una posizione di favore rispetto al percorso di transizione energetica.

È quindi importante valorizzare gli investimenti nelle reti e infrastrutture gas in considerazione del ruolo che avranno 1) nel garantire la sicurezza e la resilienza del sistema energetico 2) nel percorso di decarbonizzazione e 3) nel promuovere la ripresa economica e la competitività del nostro sistema Paese.

La regolazione tariffaria dovrebbe quindi orientarsi con questo triplice obiettivo **garantendo un tasso di remunerazione del capitale investito netto (WACC) coerente con le necessità di sviluppo e di mantenimento in sicurezza delle reti e delle infrastrutture esistenti, nonché per renderle pronte ad accogliere nuove forme di energia sempre più ecologicamente sostenibili.**

Le decisioni del regolatore devono essere fondate su criteri oggettivi, chiari e ispirati alla semplificazione, perseguendo la definizione di un quadro di riferimento stabile che garantisca agli operatori di mercato ritorni futuri prevedibili nella loro evoluzione, condizioni che tuttavia non si ritengono ancora soddisfatte da quanto proposto dall'Autorità nel DCO.

La nuova impostazione metodologica per il calcolo del tasso di remunerazione del capitale investito netto (WACC) proposta dall'Autorità già nel DCO 308/2021/R/com e sostanzialmente confermata nel DCO 488/2021/R/com invece presenta rilevanti elementi di indeterminatezza (*sia per quanto concerne i criteri che le modalità di calcolo*) e di discrezionalità, che rendono particolarmente difficile monitorare l'evoluzione del tasso nel tempo, in particolare ai fini della revisione infra-periodo. Ciò a detrimento degli investimenti futuri, sia da parte degli operatori regolati che da parte degli investitori finanziari, che ponderano le loro scelte di investimento tenendo conto della chiarezza e stabilità regolatoria di ciascun paese.

In tale ottica, al fine di perseguire l'obiettivo di offrire un quadro il più possibile prevedibile e certo agli investitori, con rendimenti sul capitale investito commisurati ai rischi, riteniamo necessaria la conferma delle modalità di determinazione del WACC adottata per il primo periodo di regolazione, sia con riferimento al rendimento del capitale proprio sia con riferimento al costo del debito, prevedendo aggiustamenti metodologici capaci di catturare le mutate condizioni del contesto macroeconomico in cui operano i soggetti regolati.

Rispetto a quanto delineato nel DCO 488/21, pur accogliendo con favore le minime revisione apportate rispetto alla proposta riportata nel DCO 308/21, vari sono gli **elementi che presentano ancora forti criticità, tra i quali il costo del debito e il livello del tax rate, entrambi estranei alla reale situazione delle imprese**, anche tenuto conto del contesto attuale del mercato e della sua prossima evoluzione, in cui le aziende regolate opereranno.

In particolare, si riporta di seguito una sintesi delle osservazioni Anigas con riferimento ai principali parametri che compongono il WACC.

▪ Risk Free rate (RF)

Valutiamo necessaria un'estensione del periodo di riferimento a 3-5 anni, con il mantenimento del floor pari a 0,5%, per attenuare l'impatto degli effetti della pandemia sull'attività economica e mitigare l'evidente impatto depressivo sui tassi delle politiche della BCE. Come evidenziato dalla teoria economica e condiviso dalla stessa Arera, i rendimenti reali negativi non possono persistere per periodi prolungati.

Tuttavia, nel caso in cui l'Arera decidesse di adottare un approccio *forward-looking*, il *Convenience premium* e l'*Uncertainty premium* dovrebbero essere quantificati al livello superiore del *range* proposto, rispettivamente 100 e 50 bps, così come il *Forward premium* dovrebbe essere opportunamente stimato (sia con riferimento al *rating* dei titoli considerati che all'orizzonte temporale, che dovrebbero essere analoghi a quelli del RF).

▪ Country Risk Premium (CRP)

Riteniamo opportuno che nel calcolare il CRP in termini reali si considerino i differenziali di inflazione fra i paesi eurozona considerati per il RF reale e l'Italia, per tradurre correttamente gli *spread* nominali in *spread* reali.

▪ Total Market Return (TRM)

Evidenziamo che la media aritmetica dovrebbe avere un peso pari al 100%, o comunque non inferiore al 95%, in coerenza con le posizioni espresse da Oxera nel documento preparato per Arera e la teoria finanziaria in merito.

- Beta

Posto l'incremento registrato nei livelli di coefficienti beta del settore energetico e in attesa di uno specifico approfondimento, si ritiene che l'intervento di revisione straordinaria, con incrementi uniformi dell'*unlevered beta* riconosciuto per il trasporto gas, la trasmissione e la distribuzione elettrica, sia da effettuare in modo coordinato con incrementi omogenei anche per le altre attività regolate, quali la distribuzione e la misura gas, la rigassificazione e lo stoccaggio, in modo da mantenere invariato l'attuale differenziale che riflette i differenziali di rischio operativo fra tutti i settori.

Ciò detto, si ritiene che un ulteriore aggiornamento del beta potrà essere effettuato con opportuni approfondimenti anche nell'ambito delle specifiche revisioni dei periodi regolatori.

- Costo del debito (Kd)

È necessaria **un'adeguata gradualità di implementazione della nuova formula**, per dare alle aziende il tempo necessario per la ristrutturazione del debito, senza penalizzarle eccessivamente. La nuova formula proposta è infatti molto penalizzante per gli operatori del settore, in quanto elimina qualsiasi potenziale *outperformance* e non implica alcun approccio discrezionale nella gestione del debito per tali operatori, costringendoli ad emettere debito con scadenze completamente allineate a quelle dell'iBoxx (cioè 10 anni, in media) a meno che gli operatori non decidano di assumere rischi significativi per cercare di superare l'iBoxx.

- Tax-rate

Si ritiene opportuno che il livello del parametro Tp "aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato d'esercizio" sia quantificato sterilizzando gli effetti dei fenomeni straordinari o non ricorrenti che sono invece intercettati nel calcolo del tax rate come rapporto fra totale imposte e risultato ante imposte desumibile dai bilancio.

Al fine di intercettare il carico della tassazione ordinaria appare più corretto considerare **un tax rate normalizzato, depurato da tutti i valori riconducibili a partite straordinarie, incentivi derivanti dalla normativa fiscale e ad ogni altro aspetto di natura contingente o in alternativa di prendere a riferimento il tax rate teorico**, basato sull'applicazione dei valori delle aliquote vigenti di IRES e IRAP ad un risultato ante imposte "teorico", da cui **risulta un valore medio non inferiore al 30,8%**.

Si ritiene pertanto opportuno confermare l'attuale livello del parametro Tp , pari al 31%, nelle more di un'indagine e approfondimento specifico appositamente svolto dall'Autorità in materia.

RISPOSTE PUNTALI AI QUESITI DELL'AUTORITÀ

S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.

Anigas condivide 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; è fondamentale siano individuati strumenti e meccanismi adeguati a gestire i rischi e le incertezze connesse al contesto storico, per fornire agli operatori un quadro il più possibile prevedibile e certo.

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

Fermo restando quanto riportato nelle considerazioni generali con riferimento all'opportunità di confermare la formulazione adottata nel I PWACC, si condivide la previsione dell'aggiornamento triennale in continuità con la regolazione attuale, senza la previsione di alcun meccanismo *trigger*.

Laddove l'Autorità volesse implementare un meccanismo di *trigger*, sarebbe da valutare se più corretto che il calcolo effettuato al fine della valutazione delle condizioni che potrebbero portare all'azionamento del meccanismo sia esattamente il medesimo da effettuare per l'aggiornamento. E comunque il meccanismo di *trigger* e il conseguente adeguamento del WACC dovrebbe trovare implementazione solo in caso di variazione positiva del tasso di remunerazione.

Con riferimento al valore della soglia per l'attivazione del meccanismo trigger, si condivide che ciò avvenga in caso di variazioni ritenute significative.

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

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

Anigas ritiene che, ai fini della definizione della metodologia per la determinazione del WACC e per la determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio, sia opportuno confermare i criteri attualmente in vigore.

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

Non comprendiamo come il Regolatore possa ritenere congruo un periodo di osservazione di 12 mesi per la determinazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, nonostante l'andamento straordinario dei mercati europei nel 2020-2021 per effetto della pandemia e delle iniziative di politica

monetarie intervenute, nonché l'elevata situazione di incertezza ancora persistente.

Una tale scelta trasferirebbe sui settori regolati l'attuale volatilità, incompatibile con l'orizzonte di riferimento con cui le aziende regolate pianificano i propri investimenti e la raccolta dei capitali per finanziarli.

In assenza di **adeguati meccanismi di gradualità**, il tasso sembra assumere valori negativi. Si ribadisce pertanto la necessità di

- **mantenere l'attuale livello minimo del parametro RF, fissato pari allo 0,5%**, per garantire 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) non sono note;
- **estendere il periodo di riferimento di almeno 3-5 anni** al fine di diluire l'impatto prodotto dalla politica monetaria espansiva della BCE e con quanto proposto per il calcolo del costo del debito, *Kd*, dal momento che gli indici *iBoxx* considerano una media di 10 anni per l'85% dell'aggregato finale e valori spot per il 15% dell'aggregato finale. Anche altri regolatori europei hanno adottato tale approccio (6 anni in Spagna e fino a 10 anni indietro per Germania e Francia).

Tuttavia, qualora l'Autorità intendesse adottare un approccio *forward-looking*, si ritiene opportuno che:

- il *Forward premium* sia calcolato prendendo a riferimento titoli con *rating* analoghi a quelli considerati per il RF e un orizzonte temporale coerente con la revisione infra-periodo di tre anni del periodo regolatorio, ovvero da settembre 2023 a settembre 2024, in modo da avere un *forward* di 3 anni rispetto a settembre 2021;
- l'*Uncertainty premium* sia fissato pari a 50 bps in considerazione del previsto mancato riconoscimento nell'ambito del calcolo dell'elemento CRP;
- il *Convenience premium* sia fissato pari a 100 bps, alla luce di quanto sopra riportato.

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

Si evidenzia come l'attuale contesto di mercato sia del tutto eccezionale e le rilevanti incertezze circa l'evoluzione futura dei mercati rendano necessario dare segnali adeguati agli investimenti che gli operatori dovranno affrontare per accompagnare la transizione energetica nei prossimi anni.

A tal proposito, si sottolinea come la stessa **Oxera nel suo documento di analisi avesse suggerito l'adozione di una media aritmetica per il calcolo del TMR.**

Nell'Allegato al DCO 308/2021 si legge infatti: *"We note that the academic evidence suggests that arithmetic averaging of historical data produces an unbiased estimate of the discount rate for use in investment appraisal and valuation. [...]"*

While there is debate about which is the more appropriate averaging method in any given context, in standard corporate finance textbooks the arithmetic average is generally adopted for estimating the ERP to use when computing required equity returns. Indeed, DMS themselves make the following statement:

This [the arithmetic mean risk premium] is our estimate of the expected long-run equity risk premium for use in asset allocation, stock valuation, and corporate budgeting applications.

Cooper (1996) notes that corrected discount rates are closer to the arithmetic than the geometric mean, and that the geometric mean is a significantly downward-biased estimate of discount rates."

È chiaramente sottolineato anche nel documento di Oxera come vi sia un ampio consenso tra la comunità finanziaria sul fatto che per una corretta stima del costo del capitale sia necessario fare riferimento alla sola media aritmetica.

Si esprimono invece perplessità sul fatto che la scelta di mantenere un peso attribuito alla media geometrica sia coerente con quella effettuata dal Regolatore tedesco, posta la diversità di formula di calcolo utilizzata nonché del framework legislativo e regolatorio.

Tutto ciò premesso, si evidenzia che **per il calcolo di tale parametro dovrebbe essere utilizzata la sola media aritmetica**; la media geometrica non potrebbe assumere un peso superiore al 5%, tenuto conto della durata del periodo di regolazione rispetto all'orizzonte temporale della serie storica dei rendimenti azionari utilizzata per il calcolo del TMR, pari a 120 anni.

S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium

In coerenza a quanto segnalato per il calcolo del RF, si ritiene opportuno che il *Country Risk Premium* sia calcolato con riferimento a un orizzonte temporale di almeno 3-5 anni, per mitigare gli effetti dell'attuale contesto che risulta distorto per effetto della pandemia.

Qualora si adotti un approccio *forward looking*, Anigas ritiene opportuno che lo *SPREAD* sia calcolato tenendo in considerazione il diverso tasso di inflazione riscontrabile in Italia, incorporato nei titoli di stato decennali italiani, rispetto a quello incorporato nei titoli di Stato di Paesi a *rating* almeno AA. Per correttezza metodologica, il differenziale di inflazione dovrebbe essere adeguatamente considerato al fine di tradurre gli spread nominali in spread reali.

Si propone di utilizzare la stessa inflazione (*isr*) considerata per deflazionare il rendimento nominale medio di Germania, Francia, Olanda e Belgio¹ e di considerare l'equivalente aggregato per l'Italia, ovvero la *zero-coupon inflation 10y*². Questo garantirebbe coerenza tra la metodologia adottata per il calcolo del *risk-free* reale e il calcolo del CRP reale.

Si accoglie con favore il previsto inserimento del *Forward premium* per il CRP, FP^{CRP} , in quanto risponde all'esigenza di riflettere il livello futuro di questo parametro rispetto ai tassi *spot*, coerentemente con l'approccio *forward-looking*.

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.**

S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta

Il livello del beta per le imprese regolate negli ultimi anni ha subito un sensibile incremento, non solo per l'effetto Covid ma anche a seguito di un aumento tendenziale del rischio non diversificabile di settore accelerato, in concomitanza del Covid, da una maggiore sensibilità sul tema della decarbonizzazione e della transizione energetica.

Conseguentemente, in attesa di un approfondimento specifico, un intervento di revisione straordinaria dell'*unlevered beta* con efficacia dall'anno 2022 non dovrebbe essere limitato ai soli servizi che ad oggi presentano un valore di beta inferiore a 0,4, bensì dovrebbe essere effettuato in modo coordinato e uniforme con un incremento omogeneo dei valori degli asset beta di tutte le attività regolate attualmente in vigore, **in modo da mantenere invariato l'attuale differenziale che riflette i differenziali di rischio operativo sottesi alle diverse attività regolate.**

Nello specifico, al fine di effettuare la revisione straordinaria degli asset beta - non solo dei settori con un asset beta inferiore a 0,4, ma di tutti i singoli settori - si suggerisce di seguire l'approccio semplificato indicato da Brattle nel Report "*Ulteriori osservazioni relative al calcolo del Beta e del Total Market Return per i settori regolati dell'energia in Italia*" del 2 dicembre a cui si rimanda per i dettagli della proposta.

La modalità di revisione straordinaria proposta deve consentire, da un lato, di aggiornare i valori dei beta sui valori più elevati per l'incremento della rischiosità intervenuto, e dall'altro lato di mantenere i differenti profili di rischiosità dei singoli settori riconosciuti dall'Autorità. Questo calcolo dovrebbe essere effettuato per tutti i settori, e non solo per i settori che ad oggi presentano un valore dell'asset beta inferiore a 0,4.

¹ ticker Bloomberg: EUSWIT10

² ticker Bloomberg: ILSWI10

Con riferimento specifico all'*unlevered beta* della distribuzione gas, occorre tener conto del fatto che, operando in regime di concessione e non in proprietà, la distribuzione gas è più rischiosa rispetto al trasporto gas e alla trasmissione elettrica. Questo in particolare in Italia, dove l'affidamento delle concessioni avviene 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), nonché del processo di transizione energetica.

Un ulteriore aggiornamento del coefficiente beta potrà essere effettuato con opportuni approfondimenti anche nell'ambito delle specifiche revisioni dei periodi regolatori.

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

È necessaria **un'adeguata gradualità di implementazione della nuova formula di calcolo del costo del debito**, in considerazione della rilevante discontinuità regolatoria e della necessità di non esporre gli operatori ad un improprio rischio regolatorio.

Le aziende necessitano di tempi congrui per la ristrutturazione del debito, senza essere penalizzate. La nuova formula proposta, basata sulla media dei rendimenti *spot* degli indici iBoxx per il nuovo debito, è infatti molto penalizzante per gli operatori del settore, in quanto elimina qualsiasi potenziale *outperformance* e non implica alcun approccio discrezionale nella gestione del debito per tali operatori, costringendoli ad emettere debito con scadenze completamente allineate a quelle dell'iBoxx (cioè 10 anni, in media).

Si suggerisce l'adozione di una **gradualità che traguardi più periodi regolatori, con un *decalage* più lento del peso del costo del debito riconosciuto nel precedente periodo di regolazione**, in quanto il processo di ristrutturazione del debito aziendale - contratto quando era in vigore un diverso modello di calcolo del costo del debito - risentirà delle incertezze di mercato, richiedendo tempi di intervento adeguati.

È infatti assai difficile che nell'arco dei prossimi 6 anni del II PWACC le aziende possano ristrutturare oltre il 50% del proprio debito. Per il primo triennio, **in luogo dei pesi 50% e 50% prospettati, si ritiene opportuno prevedere un peso del 15% e 85%**, rispettivamente per la nuova metodologia di calcolo e per l'attuale costo del debito riconosciuto. 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 .

Infatti, 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.

Con riferimento all'inflazione da considerare per il calcolo del costo del debito, non si condivide la proposta delineata nel DCO e 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**. 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*³ che nel periodo in oggetto (*ottobre 2011- settembre 2021*) è risultata pari all'1,25%⁴.

Rispetto all'attuale formula, si propone l'introduzione di un solo ulteriore parametro d'inflazione ovvero la *zero-coupon inflation italiana*, corrispondente all'analogo italiano del parametro utilizzato per deflazionare i rendimenti nominali dei titoli governativi dei paesi ad alto *rating* (*già utilizzato sul risk-free rate*) e, 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.

Inoltre ai fini del calcolo dell'*iBoxx*, il *FP* e *UP* dovrebbero essere calcolati con riferimento ai titoli dei Paesi "BBB", coerentemente al rating previsto per le obbligazioni non finanziarie utilizzate.

Nell'ambito della componente *ADD*, riteniamo poi opportuno considerare un c.d. *New Issue Premium* (di solito compreso nel range 10-15 bps) che registra i maggiori rendimenti, rispetto al mercato secondario, riconosciuti agli obbligazionisti in occasione di nuove emissioni come incentivo a comprare i nuovi bond invece dei titoli presenti sul mercato secondario.

S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali

Nel DCO viene proposto di definire il parametro *Tp* "aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato d'esercizio" pari al 28%, in base ad un'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2019-2020, tenendo conto dell'evoluzione della disciplina fiscale.

In termini generali, si osserva che il *tax rate* desumibile dai bilanci come

³ Bloomberg ticker: ILSWI10

⁴ 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%.

rapporto fra totale imposte e risultato ante imposte, non è rappresentativo dell'effettivo carico fiscale in capo all'impresa, in quanto i bilanci riflettono anche eventuali fenomeni straordinari o non ricorrenti, che non sono rappresentativi del carico della tassazione ordinaria.

Appare invece più corretto considerare **un *tax rate* normalizzato, depurato da tutti i valori riconducibili a partite straordinarie, incentivi derivanti dalla normativa fiscale e ad ogni altro aspetto di natura contingente o in alternativa di prendere a riferimento il *tax rate* teorico**, basato sull'applicazione dei valori delle aliquote vigenti di IRES e IRAP ad un risultato ante imposte "teorico".

Le partite straordinarie devono infatti essere neutralizzate sia perché non inquadrabili nel *business as usual* delle società, sia perché non applicabili a tutte le società, in particolare quelle non soggette ad operazioni societarie (acquisizioni e cessioni di asset). Parimenti, devono essere depurati gli effetti delle voci, quali ad esempio i super e iper-ammortamenti di beni strumentali, che sono parzialmente indeducibili e/o da cui derivano temporanei differimenti del carico fiscale.

Riguardo alle **aliquote vigenti**, che **sono le medesime considerate in sede di definizione del WACC per il periodo 2015-2021**, l'aliquota IRES è pari al 24%, mentre l'aliquota IRAP è stabilita, ad esempio, nella misura-base del 4,2%, 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. Quindi, considerato che molte Regioni hanno disposto l'applicazione di un'aliquota IRAP maggiorata, l'aliquota IRAP media teorica risulta stimabile a nostro avviso nel 4,8%.

Considerato che la normativa fiscale italiana, da un lato limita la deducibilità di numerosi costi aziendali (telefonata, 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 **il *tax rate* effettivo delle imprese italiane è maggiore (spesso, anche di diversi punti percentuali) e non minore rispetto al *tax rate* nominale, che è comunque superiore al 28% indicato dall'Autorità.**

Anche ipotizzando che un *Tp* nominale del 28% sia ragionevole e coerente con *tax rate* effettivo italiano – come non è - esso è comunque viziato da un errore metodologico. Infatti, sommando linearmente le due aliquote, si considera di fatto l'IRAP una sorta di "addizionale" dell'IRES, cioè un'imposta diversa da quest'ultima (per finalità e aliquota) ma calcolata su una base imponibile comune. Invero, nelle imprese industriali il Valore della Produzione Netta (cioè la base imponibile dell'IRAP) è un multiplo del Reddito d'impresa (cioè della base imponibile IRES), in quanto molti costi rilevanti ai fini IRAP non sono *tout cout* deducibili ai fini IRAP (accantonamenti rischi, interessi passivi, parte del costo del personale, ecc.), mentre non esistono costi deducibili solo ai fini IRAP (e non anche IRES).

Pertanto, stabilire un T_p 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 rispetto al 4,82%.

Tenuto invece conto che la base imponibile IRAP risulta superiore a quella IRES per effetto degli oneri finanziari e degli altri costi non deducibili, **dal calcolo del *tax rate* teorico risulta un valore medio non inferiore al 30,8%.**

Si rimanda alla nota trasmessa in data 2 dicembre per i dettagli circa le modalità di calcolo e i valori del *tax rate* normalizzato e del *tax rate* teorico, nonché i risultati aggregati desunti dalla raccolta dati fatta su un *panel* di 12 aziende che operano nei servizi infrastrutturali regolati.

Per via di tali considerazioni, **si ritiene opportuno che ai fini della quantificazione del WACC si adotti il *tax rate* “teorico” e si confermi pertanto l'attuale livello di 31% del parametro relativo al *corporate tax rate*.** Ciò nelle more di un'indagine e approfondimento specifico appositamente svolto dall'Autorità sul *tax rate* “normalizzato” delle aziende energetiche.

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

Con riferimento alla distribuzione del gas, si ritiene opportuno mantenere i livelli di *gearing* 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) e rischiosità (gare d'ambito) rispetto agli altri settori regolati e da una maggiore difficoltà di accesso al credito (*credit crunch*).

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

Nessuna osservazione.