

**RISPOSTA DI 2i RETE GAS S.p.A. AL
DOCUMENTO PER LA CONSULTAZIONE 342/2024/R/com**

**TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO. ORIENTAMENTI PER LA
DEFINIZIONE DEL PARAMETRO BETA E L'AGGIORNAMENTO DEI PARAMETRI PER IL SUB-
PERIODO 2025-2027**

OSSERVAZIONI GENERALI

2i Rete Gas formula di seguito le proprie osservazioni in merito agli orientamenti dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (di seguito anche solo Autorità o ARERA) illustrati nel documento per la consultazione 342/2024/R/com (di seguito, per semplicità, anche solo DCO), in merito alla definizione del parametro *beta* e l'aggiornamento dei parametri per il sub-periodo 2025-2027.

A livello generale, per quanto riguarda la definizione del parametro *beta*, che rappresenta una misura del rischio di sistema, non si ritiene che le proposte illustrate nel DCO con riferimento al prossimo triennio considerino e rispecchino le reali condizioni del contesto in cui gli operatori infrastrutturali energetici italiani svolgono la propria attività.

Non si ritiene infatti che i recenti eventi di carattere eccezionale e la crisi economico-finanziaria che ne è derivata, si possano considerare risolti e i relativi effetti esauriti. In tal senso, non sembra quindi così ragionevole l'ipotesi di ridurre tale parametro e anzi, in considerazione della persistenza di tali fattori di instabilità, potrebbero sussistere elementi per un suo rialzo.

Nel DCO viene invece identificato per ogni servizio - ad eccezione della distribuzione elettrica (per la quale la proposta si sostanzia nella conferma dell'attuale valore del *beta*) - un intervallo di valori all'interno del quale individuare il livello di rischio associato alle diverse attività energetiche infrastrutturali: mentre il limite superiore dell'intervallo coincide con i valori del *beta* attualmente riconosciuti, il limite inferiore è calcolato in maniera peraltro non così comprensibile - come media tra i dati risultanti dal campione di imprese esaminato dall'ARERA e i dati emersi da un confronto internazionale con altri Paesi (evidentemente con caratteristiche di copertura infrastrutturale dei diversi servizi anche molto differente, in particolare per il settore gas).

Premesso che le modalità di costruzione del campione sul quale nel DCO è indicato sia stata svolta l'analisi - non sempre del tutto comprensibili e condivisibili, come si spiegherà più dettagliatamente nelle osservazioni agli specifici spunti di consultazione - influenzano chiaramente i risultati ottenuti (come evidenziato dalla stessa Autorità), anche la scelta di effettuare un confronto internazionale contribuisce a spostare il *focus* dell'analisi su contesti diversi da quello italiano e dalle sue peculiarità.

In altre occasioni è stato osservato come da dati empirici emerga l'evidenza che il rischio sistematico delle imprese regolate del settore energetico italiano è cresciuto costantemente dopo la crisi finanziaria del 2010, a differenza del parametro *beta* che è rimasto per lo più stabile (quando non è, addirittura, diminuito). A ciò si aggiunga poi l'aumento del livello di rischiosità percepita, conseguente ai recenti eventi bellici e le relative crisi di prezzo da questi innescate, che ha interessato soprattutto i Paesi grandi importatori di gas (come appunto è l'Italia) e le imprese che operano nel settore gas, con effetti che non possono ancora considerarsi esauriti.

Alla luce di ciò, per i servizi infrastrutturali energetici - e quindi anche per la distribuzione gas - dato che sembrano esservi maggiormente presupposti per un incremento del valore del *beta*, più che di una sua riduzione solamente sulla base dell'analisi svolta nel DCO (che la stessa Autorità indica come da non intendersi in senso deterministico), si ritiene che, quanto meno, i valori del parametro *beta* andrebbero confermati fino alla fine dell'attuale PWACC. Per gli anni successivi, si ritiene poi più corretto che la determinazione di tale parametro continui ad essere svolta nell'ambito della revisione tariffaria del singolo servizio infrastrutturale, in modo da consentire un esame dello specifico contesto del servizio. In ogni caso, ove l'Autorità si orientasse comunque per un allineamento delle tempistiche di aggiornamento del *beta* per i diversi servizi, in corrispondenza alla revisione del TIWACC, si ritiene indispensabile che ciò avvenga prevedendo sempre un'analisi specifica e approfondita del contesto dei singoli servizi, analoga a quella sino ad oggi svolta in occasione delle revisioni dei periodi regolatori dei singoli servizi stessi.

Per quanto riguarda, poi, il parametro T relativo all'incidenza fiscale, anche in questo caso non si condivide la proposta dell'ARERA che pare orientata ad una sua riduzione. Ferma restando l'opportunità di stimare tale parametro servendosi di apposite raccolte dati presso gli operatori accompagnate da relative analisi, nonché sterilizzando gli effetti di eventuali fenomeni/fattispecie di natura contingente (incentivi fiscali *una tantum*, operazioni societarie straordinarie, ecc.), si ritiene che un valore realistico del *tax rate* non possa essere ragionevolmente inferiore al 30%. Circostanza, questa, che è avvalorata anche da una raccolta dati riferita agli ultimi due anni (2022 e 2023), svolta lo scorso mese di giugno tra operatori dei servizi infrastrutturali regolati, cui si è aderito e dei cui risultati si è avuta evidenza attraverso l'associazione di settore di appartenenza.

Dai risultati di tale raccolta, che dovrebbero essere stati portati anche all'attenzione dell'Autorità, emerge chiaramente come il *tax rate* effettivo - una volta normalizzato da effetti legati a fenomeni straordinari o non ricorrenti che non sono rappresentativi del carico di tassazione ordinaria - si attesti su un valore non inferiore al 30%, quindi ad un livello anche superiore al valore attualmente vigente nel sub-periodo 2022-2024.

Dato che le analisi effettuate nel DCO, come evidenziato dall'Autorità, non comprendono ancora i dati relativi all'esercizio 2023 e, dovendosi tener conto - per l'aggiornamento - dell'effettivo livello di incidenza fiscale rilevato nel biennio 2022-2023, è prefigurata una possibile revisione dei risultati prospettati in consultazione una volta rilevato il livello effettivo di incidenza fiscale nell'anno 2023, riguardo al quale si auspica che la stessa Autorità possa verificare e confermare quanto emerso dai risultati della raccolta dati svolta tra operatori lo scorso giugno.

Infine, con riferimento al meccanismo di *trigger* ex art. 8 del TIWACC, si condivide il suo mantenimento per il restante periodo del TIWACC, anche se con modalità operative un po' differenti da quelle ipotizzate dall'ARERA.

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

* * *

S1. Osservazioni rispetto alle modalità di de-leveraging.

Si concorda con la proposta dell'Autorità di confermare l'utilizzo della formula di Hamada per il *de-leveraging*, non si condivide, per contro, quanto proposto circa la determinazione dei parametri *D* ed *E* all'interno di tale formula.

Con riferimento al parametro D (valore del debito), in luogo del debito a lungo termine proposto nel DCO, si ritiene più corretto impiegare il debito netto, ossia il debito totale al netto della liquidità ed elementi ad essa equivalenti; ciò al fine di tenere conto dei casi di imprese caratterizzate da un'elevata liquidità - anche dovuta, ad esempio, a ri-finanziamenti anticipati di debiti in scadenza - ed evitare un *double-counting* del debito stesso.

Per quanto invece riguarda il parametro E (valore dell'*equity*), posto che l'indicazione del "*valore di libro del capitale sociale*" di cui al paragrafo 2.5 del DCO e alla Tabella 1 appare quasi come un refuso dato che altrove E è indicato come "capitale proprio" (e considerando che il capitale sociale può essere una cifra anche molto esigua in confronto all'effettivo patrimonio di un'impresa), si ritiene più corretto utilizzare la capitalizzazione di borsa, anche basandosi su dati medi storici per depurare gli effetti distorsivi delle oscillazioni di mercato (in tal senso, i dati storici potrebbero riferirsi allo stesso periodo di osservazione considerato per il parametro β , ossia l'ultimo quinquennio). Si reputa infatti che il valore di libro del capitale sociale, come sembra proposto nel DCO, non rispecchi il *fair value* di una società, in particolare quando la stessa opera da molto tempo e il suo valore può essere notevolmente cambiato anche per motivi derivanti dalla rivalutazione del denaro. Il valore di libro del capitale sociale, inoltre, rimane ancorato a valori storici e non tiene conto della stima dei flussi di cassa futuri generati dalle società, metodo di valutazione aziendale più utilizzato in finanza.

S2. Osservazioni rispetto al campione di imprese.

Fermo restando quanto già evidenziato nelle *Osservazioni generali* circa i possibili limiti di un campione costituito da imprese di Paesi diversificati con caratteristiche di copertura ed esposizione infrastrutturale dei diversi servizi anche molto differenti, in linea di principio, l'approccio seguito dall'Autorità per la costituzione del campione di imprese appare ragionevole.

Al riguardo, stanti i possibili limiti, è evidente che le scelte inerenti alla composizione del campione - in modo che le caratteristiche di quest'ultimo siano il più possibile aderenti al mercato/contesto *target* dell'analisi - costituiscono un aspetto fondamentale per garantire la rappresentatività dei parametri/indicatori calcolati a partire dal campione stesso.

Oltre a ciò, va in ogni caso anche tenuto a mente - come peraltro riconosciuto dalla stessa ARERA - che il risultato dell'analisi dei β non deve essere inteso in senso deterministico rispetto alla definizione dei β rilevanti ai fini regolatori, quanto piuttosto come un riferimento di massima.

Nel caso del campione costruito dall'ARERA per la stima del β , si osserva che considerare, ai fini dell'inclusione nel campione, la quota di ricavi derivanti dalle attività regolate/non regolate delle imprese può costituire una criticità e condurre a percezioni fuorvianti sull'effettivo rischio a cui è soggetta l'impresa (e di conseguenza a percezioni falsate sulla rappresentatività del β calcolato a partire da quel campione). Per il fatto che i ricavi da attività non regolate tendono ad essere più elevati dei corrispondenti utili, considerare il ricavo complessivo e ripartirlo sulla base di un'incidenza nozionale - ancorché minoritaria - potrebbe portare (diversamente da quanto sembra emergere dalle considerazioni espresse nel DCO¹) a una sottostima del β , essendo tipicamente la quota dei ricavi

¹ La scelta di selezionare le imprese sulla base dei ricavi da attività regolate/non regolate può infatti indurre a pensare che il β calcolato a partire da un certo campione possa essere potenzialmente sovrastimato (cfr. ultimo passaggio del paragrafo 3.11 del DCO), in ragione del fatto che la quota di ricavi da attività non regolate delle imprese che compongono il campione costituisce una percentuale elevata del totale dei ricavi di quelle imprese (mentre invece, se si ragionasse in

da attività non regolate (in relazione a quella dei ricavi regolati) superiore rispetto alla corrispondente quota di marginalità operativa o di utile. Tale impostazione potrebbe falsare le attribuzioni relative al profilo di rischio degli operatori, determinando potenzialmente differenti scelte nella composizione del campione (ed eventualmente, di conseguenza, anche risultati diversi in termini di *beta* risultante). L'ipotizzato rischio di sovrastima del *beta* potrebbe infatti - erroneamente - suggerire un *beta* posizionato nella parte più bassa del *range* di valori individuato nel DCO per i vari servizi infrastrutturali.

Sempre con riferimento alla composizione del campione, vale poi la pena osservare che il *pool* di imprese selezionate non risulterebbe pienamente rappresentativo del mercato italiano della distribuzione del gas poiché, tra le imprese attive in tale settore in Italia, la quota di mercato aggregata di aziende quotate risulta inferiore al 50%. Si osserva inoltre che buona parte dei soggetti inclusi, anche italiani, svolgono spesso l'attività di distribuzione in entrambi i mercati gas ed elettrico, potendo quindi compensare i differenti gradi di rischio a cui sono esposti.

In proposito, sempre con particolare riferimento al settore della distribuzione gas, occorrerebbe anche valutare se evitare di includere nel campione aziende con ricavi interamente regolati in tale specifico settore molto ridotti (come ad esempio Acea, che nell'ambito del circa 10% di ricavi da attività regolate "*Energia e reti*" - cfr. Figura 1 del DCO – ha una quota molto minoritaria di ricavi dalla distribuzione gas rispetto alla distribuzione elettrica). Ciò per evitare che il risultato dell'analisi derivante dal campione possa essere falsato, riflettendosi poi sull'intero settore di riferimento considerato.

Tale circostanza non può che influire sul grado di rischio che - sulla base del campione esaminato - si finisce per attribuire al mercato della distribuzione gas in Italia e, di conseguenza, sul minore livello del parametro *beta* che l'ARERA sembra voler assegnare a tale attività.

S3. Osservazioni rispetto all'opportunità di applicare la correzione di Blume ai valori del beta raw, fornendo elementi giustificativi, e di differenziare il trattamento tra i settori, anche per tenere conto della differente rappresentatività dei campioni.

Si ritiene adeguato applicare *in toto* la correzione di Blume, anche perché - come ricordato dalla stessa ARERA - eviterebbe di sottostimare il *beta* per i titoli azionari con *beta* inferiore a 1, come quelli delle *utilities* regolate. Si tratta, inoltre, di una metodologia ampiamente consolidata per trasformare un *beta* storico in un *beta* prospettico, basata sull'evidenza che tutti i coefficienti *beta* mostrano la tendenza a convergere verso la media di mercato nel corso del tempo (poiché il *beta* di mercato è pari ad 1, la tecnica consiste nel ponderare, con i pesi stabiliti da Blume, il *beta* storico ed il *beta* di mercato per determinare il *beta* prospettico).

Si ritiene, poi, più opportuna l'applicazione in ogni caso di un *beta adjusted*. Qualora, tuttavia, diversamente da quanto prefigurato nel DCO, l'ARERA si orientasse ad applicare con un diverso pro-quota il *beta raw*, o ad applicare il *beta raw* come nelle precedenti determinazioni, si riterrebbe più opportuno applicarlo solo alle singole aziende del campione con una quota maggiore di ricavi non regolati e non, come proposto nel DCO, ad interi settori i cui campioni per la stima del *beta* sono costituiti da imprese che presentano una quota prevalente di attività regolate.

termini di utile, tale percentuale sarebbe ridimensionata e si attribuirebbe, quindi, un rischio inferiore agli operatori in questione). Di fatto, teoricamente e in linea di principio, potrebbe essere più appropriato considerare l'utile in luogo dei ricavi; ciò – ci si rende conto – non risulta fattibile, in quanto non sembra che vi siano società che espongono gli utili per *business unit* (al massimo la marginalità in termini di Ebitda o al limite di Ebit).

S4. Osservazioni rispetto alla frequenza delle osservazioni.

Si condividono le ragioni alla base della proposta dell'Autorità di utilizzare serie storiche con frequenza di osservazione giornaliera per i titoli più liquidi presenti all'interno del campione e imprese di dimensioni superiori, allo scopo di ottenere una stima il più accurata e precisa possibile. Tuttavia, per i titoli meno liquidi presenti all'interno del campione e aziende di dimensioni inferiori, si ritiene sia opportuno utilizzare i dati rilevati su base settimanale per ridurre il rischio di divergenze dovute alla maggiore volatilità riscontrata sulle osservazioni giornaliere.

S5. Osservazioni rispetto all'indice di mercato di riferimento.

Riguardo all'orientamento dell'ARERA di voler considerare per ciascun titolo solamente il relativo indice di riferimento nazionale standard, si osserva che in altre occasioni, per le società operanti nell'Eurozona, è stata indicata la preferenza di assumere come indici di riferimento l'indice Stoxx Europe 600 (SXXP Index). Ciò alla luce della considerazione che l'indice di mercato nazionale per l'Italia (FTSE MIB) risulta falsato in termini di volatilità rispetto ad altri mercati europei, a causa della sovra-esposizione al settore bancario che è notoriamente caratterizzato da un *beta* più elevato rispetto al settore gas. Il peso del settore bancario nel FTSE MIB risulta pari a circa 30% (rispetto a circa 10% nell'indice Stoxx Europe 600, anche in base ad osservazioni recenti). La volatilità dell'indice FTSE MIB rispetto all'indice Stoxx Europe (parametro *beta*) risulta significativamente superiore a 1 (tra 1.1 e 1.2) a confermare la maggiore "volatilità" dovuta alla sovra-esposizione al settore bancario. L'indice regionale Eurostoxx², peraltro, è già stato preso a riferimento nelle precedenti decisioni sul *beta*.

S6. Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.

Le considerazioni che l'ARERA compie in merito al periodo di osservazione appaiono ragionevoli: pare quindi logico che ai fini della stima del *beta* si prendano in considerazione periodi sufficientemente lunghi come un quinquennio al fine di ridurre l'errore nelle stime e, allo stesso tempo, i dati dell'ultimo periodo disponibile. In tal senso si ritiene però che tale ultimo periodo dovrebbe includere anche il 2024, o quantomeno la parte di tale anno per cui saranno disponibili i dati al momento in cui verrà adottato il provvedimento risultante dalla presente consultazione.

Inoltre, in base a quanto illustrato nel paragrafo 3.34 circa l'estrazione dei dati del *beta* da Bloomberg, pare di intendere che la metodologia dalla stessa utilizzata per la stima del *beta* delle singole imprese che compongono il campione vada a considerare il rendimento di tali imprese rispetto all'indice nazionale di riferimento nei due anni precedenti: in tal senso, sembra quindi che, se il periodo di osservazione scelto dall'ARERA fosse il 2019-2024, in base alla metodologia applicata da Bloomberg lo stesso finirebbe comunque per estendersi a ritroso fino al 2017.

S7. Osservazioni rispetto alla metodologia di calcolo del beta di riferimento come media aritmetica dei valori giornalieri del beta nel periodo considerato.

Si concorda con la metodologia di calcolo prospettata, considerando la media aritmetica dei valori

² Tale indice risulta anche indicato e suggerito da Oxera, nel report "*Estimating the cost of capital for Italian electricity and gas networks, Prepared for AEEGSI*", reso disponibile dall'Autorità in relazione al DCO 275/2015/R/com.

giornalieri del *beta* nel periodo esaminato.

S8. Osservazioni rispetto alle conclusioni sui valori del parametro *beta*.

Come anticipato nelle *Osservazioni generali*, le proposte dell'ARERA circa i valori del *beta* da applicare nel triennio 2025-2027 non risultano condivisibili e appaiono, anzi, in controtendenza rispetto alle evidenze del contesto attuale, in relazione alle quali non parrebbero esservi le condizioni per una riduzione di tale parametro, quanto piuttosto per un suo incremento, o quantomeno per una conferma dei valori vigenti.

Nel DCO vengono presentati dei *range* all'interno dei quali, in esito alla presente consultazione, sarà individuato il valore puntuale che il parametro *beta* assumerà per ciascun servizio regolato.

Il limite inferiore di tale intervallo è stato calcolato, secondo logiche che appaiono poco giustificabili³, come media aritmetica tra i dati del campione di imprese costruito dall'ARERA e le evidenze emerse da un confronto internazionale: è quindi evidente che il limite inferiore del *range* sia influenzato dal livello di rischio percepito e stimato con riferimento al panorama estero.

Dal momento che l'obiettivo dell'Autorità è stimare il livello di rischio a cui sono soggetti gli operatori infrastrutturali energetici in Italia, l'adozione di un approccio così focalizzato sull'estero non pare la scelta più coerente, soprattutto se, nell'applicare i risultati ottenuti, questi non vengono adeguatamente "contestualizzati", interpretandoli come un'indicazione di massima invece di un dato da replicare tal quale (quindi con un utilizzo che pare più in senso deterministico, a differenza di quanto precisato nel DCO - cfr. punto 6.3).

Tra gli aspetti da considerare c'è, ad esempio, il livello di pervasività di un servizio nell'ambito di un paese: basti pensare al grado di diffusione del servizio di distribuzione del gas in Italia (e al corrispondente grado di esposizione del nostro Paese relativamente a tale attività), in confronto ad altre nazioni europee prese come riferimento per la determinazione del *beta* (anche della distribuzione gas).

Sulla base di tali premesse, il confronto tra il contesto italiano e internazionale rappresenta quindi, molto spesso, un elemento a sfavore per gli operatori italiani, che con tale *modus operandi* (ossia con un *beta* condizionato da quanto succede in ambito internazionale) vedrebbero sottostimata la rischiosità del contesto nazionale in cui operano.

Per quanto invece riguarda il limite superiore dei *range* proposti dall'Autorità, si è scelto di farli coincidere con gli attuali valori di *beta* riconosciuti, ritenendo che non ci siano elementi per un eventuale aumento del livello di tale parametro.

In tal senso, come già osservato anche in precedenti occasioni, si osserva che l'evidenza empirica dimostra come il rischio sistematico relativo alle imprese regolate del settore energetico italiano sia stabilmente aumentato successivamente alla crisi finanziaria del 2010, a fronte di un parametro *beta* che è invece rimasto per lo più immutato (salvo, addirittura diminuito in alcuni casi).

³ Con riferimento alla Tabella 9 del DCO, appare singolare che per la distribuzione del gas sia proposto un limite inferiore del range (0,41) più basso del valore risultante dal campione di riferimento (0,42), mentre per tutti gli altri servizi (ad eccezione della distribuzione elettrica per cui non è prospettato alcun range, dato che è prefigurata la conferma dell'attuale valore del *beta*) avvenga l'opposto (limite inferiore del range più alto del corrispondente valore derivante dal campione di riferimento). Ciò dipende, evidentemente, dai valori del *beta* degli altri Paesi osservati, del *beta* del campione e della media che se ne calcola, con la conseguenza che i risultati dell'analisi svolta, dichiaratamente da non considerare in senso deterministico, finiscono poi per essere invece utilizzati in modo matematico/deterministico.

In aggiunta a tale situazione va poi considerato l'aumento del rischio percepito che deriva dai recenti eventi bellici e dalle relative crisi di prezzo da questi innescate, che ha interessato soprattutto i Paesi importatori netti di gas come l'Italia e gli operatori del mercato gas, con effetti che non possono ancora considerarsi conclusi.

Non va poi dimenticato che alcune politiche relative alla transizione energetica, pur non esplicitando alcun rischio di *asset stranding* possono comunque - in maniera implicita - rappresentare un fattore di maggiore rischio percepito per taluni settori (come il gas).

Pertanto, si ritiene che un aumento del valore del *beta* riconosciuto agli operatori potrebbe non essere ingiustificato né tantomeno irrazionale, mentre un'eventuale riduzione di tale parametro pare più motivato da un'impostazione teorica e da osservazioni internazionali, senza che queste siano poi adeguatamente declinate nella realtà italiana. Ove l'Autorità non intendesse valutare le considerazioni di cui sopra, si ritiene che, quanto meno, dovrebbero essere confermati i valori di *beta* attualmente riconosciuti anche per il triennio 2025-2027.

S9. Osservazioni sul differenziale del parametro beta tra settore elettrico e gas e tra attività upstream e downstream.

Come accennato in premessa e nella risposta al precedente spunto di consultazione, i recenti eventi bellici, a cominciare dal conflitto russo-ucraino, hanno comportato, oltre agli effetti più evidenti in termini di rialzo del prezzo della materia prima gas, conseguenze per l'intero settore gas in termini di maggiore rischiosità percepita; dal momento che tali effetti non possono ancora definirsi esauriti, si ritiene corretto che al settore gas siano riconosciuti, anche per il triennio 2025-2027, valori di *beta* più elevati di quelli determinati per le attività del settore elettrico.

Per quanto invece riguarda il differenziale tra i *beta* riconosciuti alle attività *upstream* e *downstream* nel settore del gas, si ribadisce il potenziale pericolo di sottostima della reale rischiosità del contesto in cui operano le imprese distributrici gas italiane insito nella metodologia proposta nel DCO (ossia fissare il valore del *beta* riferendosi ad un *benchmark* composto da soggetti abbastanza differenti da quelli identificati come *target* dell'analisi), in ragione del fatto che le aziende che compongono il campione svolgono contemporaneamente più attività (riuscendo quindi, potenzialmente, a compensare il differente grado di rischio a cui sono esposte), oppure sono localizzate all'estero.

Vanno poi considerate tutte quelle peculiarità del mercato italiano della distribuzione gas che si traducono in elementi di ulteriore incertezza/rischio: ci si riferisce in particolare, ad esempio, all'elevata frammentazione del settore (composto da circa 200 operatori), alla breve durata delle concessioni per lo svolgimento del servizio e soprattutto al meccanismo con cui le stesse vengono affidate - meccanismo articolato, caratterizzato negli anni da molteplici interventi normativi e ancora in evoluzione e spesso oggetto di lunghi e complessi contenziosi amministrativi.

Per tali ragioni riteniamo che per il settore gas, e in particolare per le attività *downstream*, debbano essere confermati gli attuali differenziali positivi nella stima dei *beta* riconosciuti.

S10. Osservazioni rispetto ai valori per i servizi di stoccaggio e rigassificazione.

Non si formulano particolari osservazioni in merito.

S11. Osservazioni sulla decorrenza e la durata dei valori.

Il parametro *beta*, così come il *gearing*, costituisce una misura specifica del settore/mercato a cui si riferisce: in tal senso, appare più opportuno che il suo aggiornamento continui ad avvenire nell'ambito della revisione tariffaria specifica del servizio regolato di riferimento, anche al fine di compiere, di volta in volta, un'analisi specifica e omnicomprensiva del contesto relativo al servizio in esame, ponderando i vari elementi che compongono il trattamento tariffario dei vari servizi regolati dall'Autorità.

In ogni caso, ove l'Autorità si orientasse comunque per un allineamento delle tempistiche di aggiornamento del *beta* dei diversi servizi infrastrutturali regolati, in corrispondenza della revisione del TIWACC, si ritiene essenziale che ciò avvenga prevedendo sempre un'analisi specifica e approfondita del contesto dei singoli servizi, analoga a quella sino ad oggi svolta in occasione delle revisioni dei singoli periodi regolatori di ciascun servizio.

Inoltre, fermo restando l'auspicio che la verifica del *beta* rimanga correlata ai periodi regolatori dei singoli servizi, ove, per contro, si intendesse dar corso ad un allineamento delle tempistiche di verifica ed eventuale aggiornamento del *beta* con quelle di definizione dei criteri del WACC, in questo caso l'orientamento di mantenere inalterato il valore del *beta* per tutto la durata del periodo regolatorio, si riterrebbe ragionevole e condivisibile. In ogni caso, quale che sia l'orizzonte temporale considerato (siano i 6 anni del PWACC, come prefigurato nel DCO, oppure i 4 anni del periodo regolatorio del singolo servizio nell'ambito della disciplina del ROSS), non si ritiene necessario che siano previsti specifici meccanismi infra-periodo di revisione del livello del *beta*, considerando in ogni caso che, al verificarsi di eventi eccezionali, l'ARERA potrà comunque valutare e eventualmente effettuare interventi di carattere straordinario.

S12. Osservazioni sull'incidenza fiscale e la normativa rilevante.

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

Non si ritiene invece condivisibile la proposta di ridurre il valore del parametro T_p (aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio) dall'attuale 29,5% al 28%.

In linea generale, come peraltro fatto presente in occasione delle consultazioni che hanno preceduto l'emanazione del TIWACC, si ritiene opportuno che al fine di determinare in maniera più accurata e corretta l'incidenza fiscale si debbano sterilizzare gli effetti che derivano da eventuali operazioni straordinarie, sia perché queste non rientrano nell'ambito delle consuete attività svolte dalle società, sia perché non riguardano la totalità delle aziende. Esempi di tali fattispecie sono l'affrancamento di avviamenti con stanziamento di imposte anticipate e le cessioni di asset in *Participation Exemption* o PEX, entrambi in grado di determinare un'artificiosa riduzione del *tax rate*.

Un'altra categoria di fattispecie i cui effetti andrebbero opportunamente sterilizzati è quella degli incentivi *una tantum* derivanti dalla normativa fiscale, aventi anch'essi natura contingente. Al riguardo si citano le voci relative a minori imposte o per incentivi fiscali (come super e iper-ammortamento di beni strumentali, ACE, attività immateriali e partecipazioni di controllo), che non risultano direttamente desumibili - oppure lo sono solo parzialmente - dai CAS e possono, in alcuni casi, rientrare in altre voci dei bilanci societari. In questi casi l'effetto di "neutralizzazione" ha un duplice obiettivo: da una parte

è necessario a conservare l'incentivo per gli operatori ad ottenere agevolazioni fiscali, dall'altra serve a tenere presente che alcuni importanti incentivi non saranno più disponibili a breve (l'ACE verrà meno già da quest'anno; in tal senso si ricorda che, proprio per tenere conto dell'introduzione dell'ACE nella disciplina fiscale nel 2015, nel 2016 l'Autorità aveva ridotto il *tax rate* riconosciuto dal 35,7% al 34,4%).

Si osserva poi che, in luogo dell'incidenza teorica delle imposte, andrebbe considerata l'incidenza effettiva, determinata in base alle imposte correnti versate escludendo quelle differite (queste ultime andrebbero considerate solo nel momento in cui saranno effettivamente versate all'erario).

L'importanza del parametro T giustificherebbe, peraltro, lo svolgimento di appositi approfondimenti in materia, raccogliendo i dati direttamente dalle imprese che operano nei settori infrastrutturali energetici: tali dati confermerebbero un livello di incidenza fiscale non inferiore al 30%, superiore a quanto proposto nel DCO in esame. Come rilevato nelle *Osservazioni generali*, si ritiene infatti che un valore appropriato del *tax rate* non dovrebbe essere inferiore al 30%.

Un'incidenza superiore a tale livello è emersa anche da una raccolta dati riferita agli ultimi due anni (2022 e 2023), svolta lo scorso mese di giugno tra operatori dei servizi infrastrutturali regolati (un campione n. 13 aziende), cui si è aderito e con risultati, di cui si è avuta evidenza attraverso l'associazione di settore di appartenenza, che dovrebbero essere stati portati anche all'attenzione dell'Autorità. Da tali risultati emerge chiaramente come il *tax rate* effettivo - una volta normalizzato da effetti legati a fenomeni straordinari o non ricorrenti che non sono rappresentativi del carico di tassazione ordinaria - si attesti su un valore non inferiore al 30%, quindi ad un livello leggermente superiore al valore attualmente vigente nel sub-periodo 2022-2024 (29,5%).

Come già osservato, dato che le analisi effettuate nel DCO non comprendono ancora i dati dello scorso anno (non essendo ancora disponibili per l'Autorità, al momento della loro elaborazione, i dati relativi all'esercizio 2023) e che, dovendosi tener conto - per l'aggiornamento - dell'effettivo livello di incidenza fiscale rilevato nel biennio 2022-2023 (come previsto dal comma 6.1 del TIWACC), è prefigurata una possibile revisione dei risultati prospettati in consultazione una volta rilevato il livello di incidenza fiscale nell'anno 2023, si ritiene che la stessa Autorità avrà la possibilità di verificare e, si auspica, di confermare quanto emerso dai risultati della raccolta dati svolta tra operatori lo scorso giugno.

S13. Osservazioni sull'opportunità di differenziare il peso della fiscalità per i diversi settori regolati.

Non si condivide l'ipotesi di differenziazione in base all'attività svolta, non solo perché in controtendenza con gli obiettivi del TIWACC, ma anche per le difficoltà applicative che comporterebbe.

S14. Osservazioni rispetto all'aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi per il periodo 2025-2027.

In linea generale si ritengono ragionevoli le ipotesi prospettate dall'ARERA con riferimento all'aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi regolati per il triennio 2025-2027.

Tuttavia, per quanto riguarda l'aggiornamento del $RF^{nominal}$ non si comprende se la Francia sia stata o meno presa in considerazione ai fini del calcolo del parametro nel periodo settembre 2023-settembre 2024: si fa infatti presente che nell'agosto 2024 il *rating* della Francia è passato da AA a AA-, di fatto escludendola dal "paniere" di Paesi presi a riferimento per la determinazione di tale parametro.

S15. Osservazioni sul meccanismo di trigger.

In linea generale, si concorda con la proposta dell'ARERA di confermare, anche per gli anni 2026 e 2027, l'applicazione del meccanismo di *trigger* di cui all'art. 8 del TIWACC.

Con riferimento alla proposta di ampliare il novero dei parametri considerati ai fini della verifica di attivazione del *trigger* - aggiungendo anche l'inflazione attesa (*ia*) e il *Forward premium* (*FP* e FP^{CRP}) - ove applicato, si riterrebbe preferibile che tale orientamento fosse adottato in maniera ancora più estensiva, ricomprendendo tutti i parametri comuni ai servizi infrastrutturali energetici che possono variare nel corso del periodo regolatorio.

Infine, per quanto riguarda la proposta di modificare la soglia per l'attivazione del *trigger*, si ritiene preferibile adottare una soluzione intermedia tra il livello attuale (50 bps) e quello proposto nel DCO (30 bps), fissando quindi la nuova soglia pari a 40 bps. Ciò in quanto, sebbene la soglia attuale possa talvolta dimostrarsi troppo elevata per intercettare correttamente alcune dinamiche che influiscono sulle condizioni di finanziamento delle imprese, un livello pari a 30 bps rischia di introdurre un elemento di eccessiva volatilità, potenzialmente in grado di vanificare la presenza dello strumento di *trigger*.