



OSSERVAZIONI AL  
DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE  
n. 342/2024/R/Com DEL 31 luglio 2024

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

## 1. PREMESSA

Il presente documento reca le osservazioni al DCO n. 342/2024/R/Com in merito al *“Tasso di remunerazione del capitale investito. Orientamenti per la definizione del parametro beta e l’aggiornamento dei parametri per il sub-periodo 2025-2027*, pubblicato dall’Autorità in data 31 luglio 2024”.

Nel seguito, dopo alcune considerazioni di carattere generale, vengono riportate le risposte di Italgas ai quesiti posti dall’Autorità nell’ambito del documento di consultazione.

## CONSIDERAZIONI GENERALI

In ottica di una sempre maggiore efficienza finanziaria, si evidenzia come la stabilità, prevedibilità, consistenza, trasparenza e semplicità nella comprensione delle formule alla base del calcolo per il tasso di remunerazione del capitale investito siano elementi da privilegiare.

In generale, con riferimento al parametro *beta* della distribuzione gas, non si ravvedono né elementi quantitativi né fattori di natura qualitativa che possano supportare la scelta di ridurre l’attuale valore, specie in considerazione dei nuovi scenari aperti dalla transizione energetica.

Il settore del gas è stato fortemente influenzato dai recenti eventi bellici e dalle crisi inflazionistiche da questi provocate che ha colpito soprattutto i Paesi importatori netti di gas come l’Italia e i cui effetti non possono ritenersi esauriti. Tali elementi di incertezza si riflettono sul livello del rischio non diversificabile delle attività regolate, intercettato dal parametro *beta*, rischio che per le imprese regolate del settore del gas negli ultimi anni ha subito un sensibile incremento. A ciò si somma poi una maggiore sensibilità sul tema della decarbonizzazione e della transizione energetica - *in cui il gas avrà un ruolo chiave nel garantire sicurezza energetica, competitività delle fonti e raggiungimento degli obiettivi di transizione permettendo il trasporto di gas verdi nelle sue reti* – che può comunque contribuire ad una percezione di maggior rischio da parte degli investitori relativamente ad alcune attività.

Conseguentemente, a differenza di quanto illustrato dall'Autorità nel DCO, non si ravvedono elementi di contesto tali da rendere giustificabile una riduzione dei valori di *beta* attualmente riconosciuti nei servizi regolati gas; al contrario si ritiene che tali valori andrebbero, se non incrementati, quantomeno confermati ai livelli attuali.

Inoltre, considerati gli elementi di rischio che sono peculiari del settore della distribuzione gas italiana in virtù della situazione concessoria e dei rischi operativi di gestione della rete e dell'attività di misura, è corretto che il *beta unlevered* riconosciuto sia superiore a quello di altri paesi e di altri settori infrastrutturali regolati italiani che non presentano le medesime caratteristiche di rischio.

Rimandando alle evidenze puntuali che seguiranno in risposta ai singoli spunti di consultazione, si fornisce una sintesi delle principali osservazioni.

### **Definizione del parametro *beta***

Si propone di:

- escludere la società *National Grid* dal campione rilevante ai fini dell'analisi dei livelli del parametro *beta* in quanto non più attiva nel settore della distribuzione gas in Europa, non omogenea in termini di capitalizzazione rispetto alle altre società del campione e quotata sul mercato *UK* con una diversa composizione del paniere di riferimento rispetto all'indice di mercato italiano;
- applicare la correzione di *Blume* ai valori del *beta raw* perché tale formula, rappresentando una delle modalità più in uso per trasformare il *beta* storico in *beta* prospettico e per migliorare la predittività del parametro, consente di ridurre il rischio di sottostimare la rischio dell'asse;
- utilizzare rilevazioni settimanali in quanto, la frequenza settimanale, riduce il rischio di divergenze dovute alla maggiore volatilità riscontrata sulle osservazioni giornaliere;
- utilizzare l'indice di mercato europeo (*Stoxx Europe 600*) per valutare la variazione dei titoli del campione in luogo dell'indice nazionale *FTSE MIB* che risulta falsato in termini di volatilità, a causa della sovra-esposizione al settore bancario. Lo *Stoxx Europe 600* risulta anche più coerente con la stima dell'*Equity Risk Premium (ERP)* che è una variabile legata a un *basket* di indici europei.

**Tax rate**

Non si condivide la proposta di ridurre l'attuale livello riconosciuto (*pari a 29,5%*) poiché l'effettivo impatto fiscale delle imposte sul reddito delle società di distribuzione del gas, sulla base degli elementi sottoindicati, è di circa il 30% (*cd. tax rate*).

Infatti, ancorché il *tax rate* teorico delle imposte d'esercizio (*ie, aliquote nominali*), viste le differenti aliquote *Irap* regionali per l'attività di distribuzione gas, sia compreso fra il 28,2% e il 29,3% (*con una media aritmetica pari a 28.7%*), si rileva come l'incidenza delle imposte sul reddito effettivamente sostenute delle società industriali italiane sia storicamente più elevata: infatti, a fronte di limitate fattispecie di ricavi aziendali non tassabili (*ad esempio, i dividendi*), la normativa fiscale domestica ordinariamente prevede diverse limitazioni alla deducibilità dei costi aziendali (*ad esempio, spese telefonia, spese auto*), degli accantonamenti ai fondi rischi e oneri e delle quote di ammortamento fiscalmente riconosciute in funzione dell'art 102 *bis* del *TUIR*.

Inoltre, il *tax rate* risultante dal raffronto tra le imposte e l'utile d'esercizio risultanti dal bilancio della società non risulta rappresentativo ai fini che qui rilevano in quanto include l'effetto positivo derivante da (i) operazioni di carattere straordinario o non routinario rispetto al *business* della società e (ii) agevolazioni fiscali di carattere temporaneo che, ove considerate, determinerebbero un effetto distorsivo nella misura in cui non risultino estese alle annualità successive (*è il caso, ad esempio, della deduzione ACE abrogata con decorrenza dal 2024*) o siano riproposte in misura calmierata (*si vedano, ad esempio, le agevolazioni fiscali a supporto degli investimenti*).

**Risk free**

Si propone di prendere a riferimento i Paesi dell'area dell'euro con *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P escludendo la Francia dal paniere, in quanto, nel periodo considerato, ha un livello di rating pari a AA- e valutando, sulla base del *PIL*, l'inclusione dell'Irlanda.

## **Trigger**

La proposta dell'Autorità di ridurre la soglia per l'attivazione del meccanismo di *trigger*, da 50 bps a 30 bps, non è condivisibile in quanto ciò determinerebbe un aumento del rischio di variabilità dei ritorni regolati nel corso di uno stesso periodo di regolazione.

## **RISPOSTE PUNTUALI AI QUESITI DELL'AUTORITÀ**

### ***S1. Osservazioni rispetto alle modalità di de-leveraging.***

Con riferimento alla metodologia per il *de-leveraging*, si condivide la formula proposta dall'Autorità che risulta in linea con la prassi di mercato.

Tuttavia, per il calcolo del rapporto *D/E* della formula di *de-leveraging* del *beta* di mercato (cosiddetto *beta levered*), in relazione in particolare al parametro *E*, si ritiene più opportuno considerare – a differenza di quanto proposto – il valore di mercato dell'*equity* rispetto al valore di libro del capitale sociale. Si ritiene che il valore di mercato dell'*equity* sia più rappresentativo della struttura del costo del capitale e della relativa rischiosità dell'*asset*, nonché più coerente con le osservazioni del *beta* di mercato che si intende utilizzare.

Il rischio di circolarità evidenziato non appare ragione sufficiente per utilizzare il valore di libro che invece riflette la stratificazione di valori contabili storici.

### ***S2. Osservazioni rispetto al campione di imprese.***

In generale, si osserva che una maggiore visibilità delle modalità di calcolo utilizzate dall'Autorità, delle elaborazioni effettuate e dei dati utilizzati, agevolerebbe la comprensione e la possibilità di fare osservazioni pertinenti e puntuali.

Ciò premesso, non si condivide, a livello metodologico, la scelta di utilizzare, come criterio di inclusione/esclusione dal campione di riferimento, la quota di ricavi derivanti da servizi regolati nel settore energetico e ambientale rispetto al totale dei ricavi calcolato su un orizzonte di 10 anni.

Infatti, mentre nei settori regolati i ricavi rappresentano una buona *proxy* dell'*EBITDA*, per le *utilities* con esposizione a generazione, vendita e/o *trading* di energia, i ricavi e lo spaccato

degli stessi non sono necessariamente indicatori di marginalità. L'EBITDA (o *gli utili*) e non i ricavi sono la metrica di riferimento per gli operatori di mercato che guardano al settore.

L'utilizzo di tale criterio (*solo imprese con ricavi regolati pari ad almeno il 20% del totale*) determina il risultato paradossale di escludere dal campione delle imprese di riferimento per la distribuzione elettrica la società che rappresenta l'85% del mercato di cui l'Autorità intende stimare il relativo *beta* di riferimento (*31.642 punti di prelievo su un totale di 37.203<sup>1</sup>*). Inoltre, con un intervallo di tempo considerato di 10 anni, importanti variazioni avvenute per alcuni gruppi a livello di tipologia di *business* che possono aver impattato e modificato il loro *beta* nel tempo possono non venire correttamente riconosciuti.

Si suggerisce di considerare un intervallo coerente con il periodo di osservazione del *beta* di mercato. L'intervallo di 10 anni, inoltre, non risulta coerente con quello usato per il *test* di liquidità, pari a 5 anni.

Per quanto concerne poi la scelta del campione rilevante ai fini dell'analisi dei livelli del parametro *beta* nel settore della distribuzione gas, non si condivide la proposta di includere la società *National Grid* per i motivi di seguito esposti:

- la società non risulta più attiva nel settore della distribuzione gas in Europa, avendo completamente dismesso ogni attività in questo settore. La società risulta effettivamente presente nel settore della distribuzione e della trasmissione gas ma solo negli Stati Uniti<sup>2</sup> dove il regime regolatorio non può in alcun modo risultare comparabile al *business* regolato in Italia. Pertanto, il *beta* di *National Grid* riflette tale esposizione e non è utilizzabile come *proxy* del mercato italiano della distribuzione gas;
- in termini di capitalizzazione di mercato (*circa 50 miliardi di sterline*), non risulta omogenea rispetto alle altre società del campione a minore capitalizzazione;
- la società è quotata sul mercato *UK* che è caratterizzato da una diversa composizione del paniere di riferimento rispetto al mercato europeo in cui operano le altre società del campione individuato dall'Autorità.

---

<sup>1</sup> Espressi in migliaia. Fonte: Relazione Annuale ARERA 2023

<sup>2</sup> <https://www.nationalgrid.com/document/152026/download>

Prendendo in considerazione il criterio di inclusione basato sull'*EBITDA* da attività regolate, è possibile includere nel campione di riferimento del settore della distribuzione gas, società con un profilo di *business* più coerente e maggiormente rappresentativo come, ad esempio, il Gruppo *Naturgy*.

Si condivide invece la proposta di escludere dal campione quelle società che, non essendo abbastanza liquide, rischiano di mostrare valori di *beta* non rappresentativi o distorsivi.

***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 condivide la proposta dell'Autorità di applicare la correzione di *Blume* ai valori del *beta raw*, perché tale formula, rappresentando una delle modalità più in uso per trasformare il *beta* storico in *beta* prospettico e per migliorare la predittività del parametro, consente di ridurre il rischio di sottostimare la rischiosità dell'*asset*.

Come dimostrato dallo stesso *Marshal E. Blume*<sup>3</sup>, l'applicazione di un fattore correttivo migliora la stabilità del valore del *beta* e di conseguenza aumenta la robustezza e la qualità previsionale della valutazione del rischio sistematico insito di un determinato *asset* o portafoglio.

In alternativa al metodo di *Blume*, l'economista *Oldrich A. Vasicek*<sup>4</sup> ha elaborato un ulteriore metodo basato sul calcolo dell'errore quadratico medio della serie storica del *beta* per individuare un fattore di aggiustamento.

Si sottolinea che entrambi i metodi presentano dei vantaggi pressoché equiparabili in termini di miglioramento della stabilità del parametro *beta* e della sua capacità predittiva rispetto al *beta "raw"*.

In ogni caso, l'aggiustamento di *Blume* risulta quello storicamente più usato e diffuso grazie alla relativa semplicità della sua applicazione con risultati comparabili a quelli ottenuti con altre formule di aggiustamento, basti pensare che è il metodo più utilizzato da piattaforme

<sup>3</sup> "On the Assessment of Risk", The Journal of Finance, Vol. 26, No. 1 (Mar. 1971)" e "Beta and their regression tendencies", The Journal of Finance, 30, (Jun. 1975)

<sup>4</sup> "A note on using cross-sectional information in bayesian estimation of security betas", The Journal of Finance, Vol 28, No 5 (Dec. 1973)

largamente diffuse sui mercati finanziari (*quali Bloomberg*) nelle stime commerciali di supporto agli investitori.

In aggiunta e a sostegno della scelta di utilizzare una formula di correzione, si citano le conclusioni dell'economista *Martin Lally*<sup>5</sup> che, nell'esaminare i *beta* corretti secondo le formule di *Blume* e di *Vasicek*, sostiene che il preventivo raggruppamento delle imprese esaminate in diversi gruppi basati sull'appartenenza allo stesso settore migliora la qualità e la predittività del fattore *beta* "*adjusted*" e che la conversione dei *beta* azionari *OLS* in *beta asset* prima di applicare il processo di correzione è altrettanto auspicabile.

Pertanto, al fine di evitare l'introduzione di complicazioni non necessarie, che rischiano di impattare negativamente sulla comprensibilità e trasparenza delle formule utilizzate per il calcolo dei ritorni regolati, si ritiene appropriata la scelta della metodologia di correzione di *Blume* vista la maggiore semplicità e diffusione della formula stessa.

Infine, si sottolinea che gli investitori nel settore non possono che apprezzare un sistema che applica la stessa formula di correzione di *Blume* a tutti i settori regolati dell'energia e del gas, in quanto ciò aumenta la visibilità regolatoria e la percezione di stabilità, semplicità, coerenza e trasparenza. Anche dal punto di vista del consumatore, un sistema coerente è fattore positivo e simbolo di trasparenza e coerenza.

#### **S4. Osservazioni rispetto alla frequenza delle osservazioni.**

Rispetto alla proposta di applicare una frequenza giornaliera, si ritiene più appropriata la scelta di calcolare il parametro *beta* utilizzando rilevazioni settimanali in quanto, la frequenza settimanale, riduce il rischio di divergenze dovute alla maggiore volatilità riscontrata sulle osservazioni giornaliere.

Inoltre, i dati rilevati su base settimanale risultano più affidabili soprattutto per i titoli poco liquidi presenti, ad esempio, all'interno del campione proposto per la distribuzione gas come peraltro riportato nello studio citato di Momcilovic, M., Begovic, S. V., & Tomasevic, S. (2014) "*Influence of return interval on stock's beta*" ove si sostiene che l'utilizzo di valori settimanali porti a stime più solide in ottica di predittività del parametro *beta*.

---

<sup>5</sup> "An Examination of Blume and Vasicek Betas", The Financial Review, Vol. 33, Issue 3 (Aug. 1998)



Si condivide in ogni caso la proposta di non utilizzare i dati mensili.

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

In relazione all'indice di mercato di riferimento, rispetto al quale valutare la variazione dei titoli del campione, si ritiene che la scelta dell'indice di mercato europeo (*Stoxx Europe 600*) sia più adeguata, per i motivi di seguito esposti.

L'indice di mercato di riferimento nazionale per l'Italia, ovvero l'indice *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 agli altri settori. Si rileva infatti che il peso del settore bancario nel *FTSE MIB* risulta pari a circa 30% (rispetto a circa 10% nell'indice *Stoxx Europe 600*<sup>6</sup>). 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.

Inoltre, il peso del settore bancario all'interno dell'indice *FTSE MIB* non riflette la realtà economica del Paese e, di conseguenza, non è in grado di rappresentare la rischiosità dei *business* regolati all'interno del contesto economico nazionale.

Non si condividono le osservazioni espresse da ARERA nel punto 3.30 del DCO per spiegare la scelta di utilizzare l'indice di mercato. Nella formula del *WACC*, il *beta* viene moltiplicato per il premio per il rischio di mercato (*equity risk premium, ERP*) calcolato come la differenza tra il *Total market return (TMR)* e il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*risk free, RF*).

Come spiegato nella nota tecnica al *TIWACC*, il *TMR* “è stato calcolato sulla base di una ponderazione della media geometrica e della media aritmetica dei tassi di rendimento nei Paesi con rating elevato” mentre il *RF* riflette “i titoli di Stato di Paesi a rating elevato”. Si tratta in entrambi i casi di tassi di mercato europeo (non italiani).

---

<sup>6</sup> data osservazione: 17/9/2024

Usando un *beta* calcolato sull'indice di mercato (*italiano per i titoli italiani*) e moltiplicandolo per l'*ERP* calcolato come indicato in precedenza, ne deriva che si moltiplica una variabile legata a un mercato locale per una variabile legata a un *basket* di indici europei.

Per tale motivo si ritiene che l'indice di mercato europeo (*Stoxx Europe 600*) sia preferibile.

**S6. Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.**

Dal momento che il presente procedimento porterà alla definizione dei criteri del secondo sottoperiodo a partire dal 2025, si ritiene opportuno che vengano considerati i dati più recenti a disposizione includendo, quindi, nel periodo di osservazione anche il primo trimestre del 2024.

In relazione alle modalità di calcolo, sintetizzate in Tabella 4, ove l'Autorità scrive "*Analisi storica dal 2014 al 2023 per valutazione di dinamiche di lungo periodo. Valutazione specifica su periodo 2019-2023, tenuto conto dell'andamento negli anni più recenti e in particolare del riassorbirsi degli effetti della crisi pandemica*", non è chiaro quale sia la modalità che l'Autorità intende adottare e pertanto si rimanda la definizione della posizione di Italgas a un momento successivo a valle di eventuali chiarimenti.

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

Non ci sono osservazioni.

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

Non vi sono elementi che indichino una riduzione di rischiosità dei *business* regolati negli ultimi cinque anni.

In base alle rilevazioni, sia il *beta* di mercato del gruppo di società individuato dall'Autorità che quello delle società escluse, risulta sostanzialmente stabile o in leggero aumento nel 2023/2024 rispetto al 2019 (*a seconda del periodo di osservazione utilizzato*).

Pertanto, non si ravvedono elementi quantitativi che possano supportare la scelta di ridurre il *beta*.

In aggiunta, nella determinazione del *beta* si dovrebbero tenere in considerazione anche fattori di natura qualitativa che incidono sul profilo di rischio intrinseco dell'attività, specie in considerazione dei nuovi scenari aperti dalla transizione energetica e dalla decarbonizzazione. Il settore del gas è stato fortemente influenzato dai recenti eventi bellici e dalle crisi inflazionistiche da questi provocate che ha colpito soprattutto i Paesi importatori netti di gas come l'Italia e i cui effetti non possono ritenersi esauriti. Tali elementi di incertezza si riflettono sul livello del rischio non diversificabile delle attività regolate, intercettato dal parametro *beta*, rischio che per le imprese regolate del settore del gas negli ultimi anni ha subito un sensibile incremento. A ciò si somma poi una maggiore sensibilità sul tema della decarbonizzazione e della transizione energetica - *in cui il gas avrà un ruolo chiave nel garantire sicurezza energetica, competitività delle fonti e raggiungimento degli obiettivi di transizione permettendo il trasporto di gas verdi nelle sue reti* – che può comunque contribuire ad una percezione di maggior rischio da parte degli investitori relativamente ad alcune attività.

Con particolare riferimento al settore della distribuzione gas, si rileva che quello italiano è contraddistinto da un profilo di rischio decisamente superiore rispetto ad altri paesi, essendo caratterizzato da concessioni per la maggior parte scadute e il cui rinnovo è legato a gare competitive che hanno impatti sull'economicità dei nuovi affidamenti. L'assegnazione tramite gare d'ambito determina pertanto rischi relativi alla titolarità dei ricavi, all'incertezza sulle tempistiche di assegnazione, nonché incertezza circa le aggiudicazioni stesse. Inoltre, la scadenza definita delle nuove concessioni (*12 anni*) costituisce un limite temporale al beneficio di eventuali profitti.

Tutti questi elementi di rischiosità sono peculiari del settore della distribuzione gas italiano. È quindi legittimo che il *beta unlevered* riconosciuto sia superiore a quello di altri paesi (*0,439 vs 0,4*) che non presentano la stessa situazione concessoria.

Visto il perdurare del quadro normativo-concessorio del settore distribuzione gas in Italia non sussiste quindi alcun motivo per cui il *beta unlevered* debba diminuire.

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

Come espresso nella risposta al precedente spunto per la consultazione, non si condivide la proposta di ridurre il parametro *beta* della distribuzione gas.

I nuovi intervalli di variazione del *beta* proposti in consultazione risultano eccessivamente penalizzanti per il settore della distribuzione gas per le ragioni di seguito esposte:

- l'attuale *beta* della distribuzione gas rappresenta il limite superiore dell'intervallo, cioè il “*best case*”, per cui la distribuzione gas rischia un *downside* potenziale maggiore (0,029) rispetto a tutti gli altri servizi (*nello specifico trasporto gas: 0,014; distribuzione elettrica: 0; trasmissione elettrica: 0,02*): non si ritiene che il rischio relativo del comparto distribuzione gas rispetto agli altri sottosettori sia cambiato in modo da giustificare tale differenza, tenendo anche conto delle peculiarità del comparto italiano evidenziate in seguito;
- la definizione dell'intervallo non è coerente tra i diversi servizi: mentre per la distribuzione gas, il *beta* del campione di riferimento è superiore rispetto alla media degli altri paesi europei, nel caso del trasporto gas e trasmissione elettrica vale il contrario;
- il livello di rischiosità della distribuzione gas risulta superiore rispetto agli altri settori infrastrutturali per le seguenti motivazioni:
  - a. a differenza dei settori che operano in regime di proprietà, il settore della distribuzione gas opera in regime di concessione ed è caratterizzato dall'aleatorietà delle gare gas;
  - b. dal punto di vista operativo, la gestione della rete di distribuzione gas, prevalentemente presente all'interno del tessuto urbano, risulta più rischiosa rispetto alle reti di trasmissione principalmente localizzate in aree esterne ai centri urbani;
  - c. l'attività di misura della distribuzione gas è ancora caratterizzata da un profilo di rischio molto elevato essendo interessata da un'evoluzione tecnologica continua (*ad esempio, il passaggio da tecnologia GPRS a NB-IoT*) e da

problemi di malfunzionamento di una quota non trascurabile dei primi contatori elettronici installati.

Il restringimento del differenziale tra distribuzione gas e altri *business* nella parte bassa e intermedia dei *range* rispetto ai valori attualmente in vigore non è pertanto giustificato.

Si ritiene più coerente il mantenimento dell'attuale *spread*.

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

Non ci sono osservazioni.

**S11. Osservazioni sulla decorrenza e la durata dei valori.**

Si propone di mantenere i valori individuati per tutto il periodo regolatorio del WACC (6 anni) senza revisioni *infra-periodo*, per garantire maggiore stabilità e prevedibilità dei ritorni attesi e deferire eventuali valutazioni al prossimo periodo regolatorio.

Eventuali valutazioni sul *beta* dovrebbero essere più opportunamente rimandate al prossimo periodo 3PTIWACC.

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

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

Non si condivide la proposta di ridurre l'attuale *tax rate* riconosciuto (*pari a 29,5%*) per i motivi seguenti:

- ancorché il *tax rate* teorico delle imposte d'esercizio (*ie., aliquote nominali*), viste le differenti aliquote *Irap* regionali per l'attività di distribuzione gas, sia compreso fra il 28,2% e il 29,3% (*con una media aritmetica pari a 28.7%*), l'incidenza delle imposte sul reddito effettivamente sostenute dalle società industriali italiane è storicamente più elevata in quanto, a fronte di limitate fattispecie di ricavi aziendali non tassabili (*ad esempio, i dividendi*), la normativa fiscale domestica ordinariamente prevede diverse limitazioni alla deducibilità dei costi aziendali (*es., spese telefonia, spese auto*), degli

accantonamenti ai fondi rischi e oneri e delle quote di ammortamento fiscalmente riconosciute in funzione dell'art 102 *bis* del *TUIR*;

- il *tax rate* risultante dal raffronto tra le imposte e l'utile d'esercizio risultante dal bilancio della società non risulta rappresentativo ai fini che qui rilevano in quanto include altresì l'effetto positivo derivante da:

- (i) operazioni di carattere straordinario o non routinario rispetto al *business* della società. Per una corretta determinazione dell'incidenza fiscale andrebbero nettati gli effetti derivanti da operazioni straordinarie che determinano un effetto distorcente di riduzione del *tax rate* di bilancio, sia perché non inquadrabili nell'ordinarietà del *business*, sia perché non applicabili a tutte le società, in particolare quelle non soggette ad operazioni societarie (*acquisizioni e cessioni di asset*);
- (ii) agevolazioni fiscali di carattere temporaneo che, ove considerate, determinerebbero un effetto distorsivo nella misura in cui non risultino estese alle annualità successive (*è il caso, ad esempio, della deduzione ACE abrogata con decorrenza dal 2024*) o siano riproposte in misura calmierata (*si vedano, ad esempio, le agevolazioni fiscali a supporto degli investimenti*).

Riguardo alle imposte da rapportare all'imponibile per determinare l'aliquota fiscale effettiva, andrebbero sterilizzati gli effetti di tutte le altre voci relative a minori imposte o incentivi fiscali rinvenibili nei bilanci delle società (*quali super e iper-ammortamento di beni strumentali, l'ACE, attività immateriali e partecipazioni di controllo*). Simili effetti non sono di norma desumibili dai dati dei rendiconti annuali separati e risultano in alcuni casi ricompresi in altre voci dei bilanci societari. Tale operazione di sterilizzazione risulta fondamentale sia per evitare di ridurre l'incentivo per gli operatori ad ottenere agevolazioni fiscali, come già evidenziato dall'Autorità nel TIWACC, sia per tenere conto del venire meno di alcuni importanti incentivi come l'ACE già dal 2024 peraltro coerentemente con quanto fatto dalla stessa Autorità nel 2015 quando l'ACE fu introdotta. Infatti, ai tempi l'Autorità aveva ridotto, a partire dal 2016, il *tax rate* riconosciuto nel WACC (*dal 35,7% al 34,4%*) proprio per riflettere l'agevolazione.

L'effetto combinato di tali elementi, comporta che l'impatto fiscale effettivo delle imposte sul reddito delle società di distribuzione del gas non risulta inferiore al 30%.

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

Per quanto riguarda l'aggiornamento del parametro  $RF^{nominal}$ , come già espresso in precedenti consultazioni, l'individuazione di un tasso di rendimento delle attività prive di rischio dovrebbe prendere a riferimento i Paesi dell'area dell'euro con *rating* elevato senza definire il paniere di riferimento *ex ante*, per evitare che eventuali *downgrade* dei paesi a priori inclusi nel paniere conducano ad una conseguente contrazione dello *spread*.

Pertanto, si evidenzia che l'aggiornamento del parametro  $RF^{nominal}$ , dovrebbe prendere a riferimento i Paesi dell'area dell'euro con *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P (ai sensi del comma 3.3 del TIWACC) escludendo la Francia dai paesi di riferimento, in quanto, nel periodo considerato, ha un livello di *rating* pari a AA-.

Per limitare il paniere a un massimo di quattro Paesi, come indicato nel documento di consultazione, andrebbe data priorità al paese con *PIL* maggiore tra quelli con *rating* pari o superiore a AA: al riguardo, si suggerisce pertanto l'inclusione dell'Irlanda tra i Paesi del campione di riferimento.

Con riferimento al costo del debito, non si condivide quanto previsto nel TIWACC in merito al coefficiente di gradualità che nel secondo *sub-periodo* 2025-2027 dovrebbe passare da 33,3% a 66,6%, attribuendo un peso preponderante alla nuova metodologia.

Come già espresso nell'ambito della risposta al DCO 488/2021, la scelta di applicare già un peso del 33,3% nel primo semiperiodo (e 66,6% nel secondo sottoperiodo) non garantisce l'auspicata gradualità e non tiene conto dei tempi necessari alle aziende per la ristrutturazione del debito. Più opportuno sarebbe stato prevedere per tutto il periodo regolatorio un peso del 15% massimo attribuito al valore risultante dalla nuova metodologia di calcolo e 85% sul costo del debito riconosciuto con la metodologia precedente e pari a 2.4%. Inoltre, la scelta del 15% sarebbe stata già allora coerente con il peso del nuovo debito ( $\varphi_{new}$ ) cioè con il peso del nuovo debito sul debito complessivo, assunto nella

formula per il calcolo del  $K_d$ , per cui si ritiene opportuno confermare almeno il peso del 33,3% anche per il secondo semiperiodo.

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

#### **S15. Osservazioni sul meccanismo di *trigger*.**

Garantire un adeguato livello di stabilità e prevedibilità dei ritorni attesi risulta fondamentale per società operanti in *business* regolati, in particolar modo per le società quotate sui mercati finanziari.

In tale ottica, qualora l'Autorità decidesse di confermare il meccanismo di *trigger* anche per il secondo *sub*-periodo, non si condivide la proposta di ridurre la soglia per l'attivazione del meccanismo di *trigger*, da 50 *bps* a 30 *bps*, modificando quanto previsto per il primo *sub*-periodo, in quanto ciò determinerebbe un aumento del rischio di variabilità dei ritorni regolati nel corso di uno stesso periodo di regolazione.

Qualora l'Autorità decidesse di confermare comunque un aggiornamento annuale secondo una logica *trigger* riducendo la soglia di attivazione dello stesso, si ritiene opportuno prevedere l'attivazione di tale meccanismo solo in presenza di variazioni del WACC in aumento.