



**OSSERVAZIONI – INTEGRAZIONI  
AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE  
N. 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-PERODO 2025-2027**

**27 Settembre 2024**

## INDICE

1.	CONSIDERAZIONI DI SINTESI .....	2
2.	IL PARAMETRO BETA.....	5
3.	ANALISI DEL PARAMETRO BETA .....	7
4.	CONCLUSIONI SUI VALORI DEL PARAMETRO BETA .....	11
5.	CONSIDERAZIONI SUI SERVIZI DI STOCCAGGIO E RIGASSIFICAZIONE.....	12
6.	DECORRENZA E DURATA DEI VALORI BETA.....	14
7.	AGGIORNAMENTO DEI PARAMETRI COMUNI A TUTTI I SERVIZI PER IL PERIODO 2025-2027 .....	14
8.	MECCANISMO DI TRIGGER .....	16

## 1. CONSIDERAZIONI DI SINTESI

Il presente documento illustra le osservazioni di Snam al documento di consultazione *“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 di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente (di seguito Autorità) in data 31 luglio 2024. Tali osservazioni si intendono riferite a tutte le società regolate del Gruppo Snam (Snam Rete Gas, Infrastrutture Trasporto Gas, Stogit, GNL Italia e FSRU Italia).

Di seguito, vengono richiamate le tematiche ritenute di maggior impatto sulla qualità e la sostenibilità del quadro di regolazione, rimandando alle successive sezioni del documento per un’analisi puntuale delle osservazioni e dei suggerimenti relativi a ciascun punto di discussione. Le considerazioni esposte nel presente documento vengono integrate con le analisi riportate nel documento allegato (di cui si prega di salvaguardare la riservatezza):

- *“Asset beta per il trasporto gas”* **Berkeley Research Group** (“BRG”), Settembre 2024

In linea generale, si esprime apprezzamento per alcuni dei nuovi orientamenti prospettati dall’Autorità nel documento di consultazione, con riferimento alla revisione del parametro *“asset beta”*. Permangono tuttavia elementi di preoccupazione sia di contesto che di carattere metodologico, già segnalati dalla scrivente Società in osservazioni a precedenti documenti di consultazione, che si auspica possano trovare opportuna considerazione nel provvedimento finale, anche a seguito degli approfondimenti e delle ulteriori osservazioni formulate nell’ambito della presente consultazione.

Più in particolare, si ritiene che il settore delle infrastrutture di trasporto, stoccaggio e rigassificazione del gas naturale negli ultimi anni sia stato caratterizzato da incertezza, volatilità e rischiosità significativamente accresciute rispetto al passato in relazione alle persistenti tensioni geopolitiche (non limitate al conflitto russo-ucraino) nonché alle sfide tecnologiche connesse al processo di transizione energetica. **[omissis]**

Alla luce degli elementi di contesto sopra rappresentati si ritiene non più procrastinabile un adeguamento al rialzo del parametro *asset beta*, sia per l’attività di trasporto del gas, che per le attività di stoccaggio e rigassificazione.

Con riferimento agli aspetti di carattere metodologico ed in particolare al campione di imprese comparabili da utilizzare come base per la determinazione del valore di *asset beta* per l’attività di trasporto gas, pur condividendo la proposta di utilizzare un campione di imprese che abbiano una quota di ricavi regolati superiore al 20% del totale e che non

provengano esclusivamente da paesi con *rating* elevato al fine di disporre di un campione significativo, si ritiene debba essere esclusa la società Fluxys in quanto non sufficientemente liquida (presentando un *bid-ask spread* nel periodo di riferimento ben superiore all'1%), pena la solidità e l'intera rappresentatività dell'analisi. Tale decisione è stata altresì adottata da numerosi altri regolatori europei. In merito alle modalità di calcolo di tale parametro, sulla base delle evidenze della letteratura accademica nonché delle prassi comunemente adottate dagli operatori finanziari si ritiene opportuno:

- considerare il valore di mercato dell'*equity* ai fini del *deleveraging* del *beta levered*;
- utilizzare il solo valore di *beta adjusted* per i settori il cui campione è caratterizzato da una quota preponderante di ricavi da attività regolate;
- fare riferimento all'indice Eurostoxx 600 per i Paesi appartenenti all'Area euro del campione limitando l'utilizzo di indici nazionali solo per i Paesi extra-EU del campione;
- incorporare nelle analisi i dati di mercato più recenti (i.e. almeno fino a fine agosto 2024) su un orizzonte temporale di due anni al fine di attenuare gli effetti distorsivi legati a eventi eccezionali.

Sulla base di quanto sopra si ritiene che il valore dell'*asset beta* per il trasporto si dovrebbe collocare in un range compreso tra **[omissis]**. In relazione ai valori di *asset beta* per i settori dello stoccaggio e della rigassificazione, si ritiene che i differenziali proposti rispetto al trasporto gas non siano rappresentativi degli specifici elementi di rischio del settore e del trattamento regolatorio applicato e che pertanto debbano essere opportunamente aggiornati. **[omissis]** Inoltre, in considerazione degli specifici rischi associati alle differenti attività, come dettagliato nella risposta al quesito S10, si ritiene che tali valori debbano essere rivisti sensibilmente al rialzo, coerentemente ai valori di *asset beta* implicitamente riconosciuti in altri Paesi come Germania e Francia.

Relativamente agli altri parametri del WACC, non si condivide la proposta di prevedere la fissazione del parametro T pari al 28% in quanto tale valore non risulta rappresentativo dell'effettiva incidenza fiscale a cui sono soggetti gli operatori infrastrutturali regolati. Occorre infatti considerare come i valori di *tax-rate* rilevabili dai bilanci degli operatori incorporino fenomeni straordinari o non ricorrenti che non sono rappresentativi del carico della tassazione ordinaria e che pertanto andrebbero depurati dal calcolo. Inoltre, si segnala come il valore proposto dall'Autorità sia stato calcolato sulla base dei bilanci 2021-2022 e risulti pertanto influenzato da alcuni incentivi e correttivi fiscali che non saranno più in vigore nei prossimi anni (ad esempio l'ACE). Alla luce degli elementi illustrati in dettaglio nella



risposta al quesito S12, come anche dettagliati nella comunicazione trasmessa in data 11 luglio 2024 da un gruppo di operatori e associazioni di settore, si ritiene che il valore di *tax-rate* T da applicare per il sub-periodo 2025-2027 non debba risultare inferiore al **[omissis]**.

## 2. IL PARAMETRO BETA

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

Con riferimento alle modalità di *de-leveraging* la proposta di ARERA si ritiene solo parzialmente condivisibile.

Si ritiene infatti condivisibile utilizzare, in continuità con le precedenti decisioni regolatorie, la formula di Modigliani-Miller nella sua versione semplificata (c.d. formula di Hamada) per esprimere la relazione tra *beta levered* e *beta unlevered*, in virtù della solida base teorica rispetto ad altre metodologie alternative, della semplicità di utilizzo nonché della capacità di tenere esplicitamente conto dell'impatto della leva finanziaria e delle imposte sul *beta*.

Al contrario, non si ritiene condivisibile la proposta dell'Autorità di confermare la metodologia precedentemente adottata per il calcolo del valore del debito e quello dell'*equity*, che prevede che come valore del debito (D) venga utilizzato il debito a lungo termine, mentre come valore dell'*equity* (E) il valore di libro del capitale sociale.

Si evidenzia, infatti, come l'approccio metodologico più corretto, universalmente riconosciuto dagli studi accademici oltre che dalle prassi adottate degli operatori finanziari, dovrebbe essere quello di fare riferimento a valori di mercato, quantomeno per quanto riguarda il calcolo del valore dell'*equity*. In tale ambito si ritiene che una soluzione pratica possa essere quella di utilizzare il valore contabile del debito, che di fatto comunque costituisce una buona indicazione del valore di mercato del debito, ed il valore di mercato dell'*equity*<sup>1</sup>, che invece di solito presenta differenze anche significative dal valore contabile.

Si ritiene che tale approccio sia da preferire in considerazione di diversi aspetti, tra cui in particolare i seguenti:

- Maggiore capacità di riflettere la percezione del mercato: i valori di mercato delle azioni rappresentano l'attuale percezione del mercato del valore di una società, incorporando fattori quali il sentimento del mercato, le aspettative di crescita futura e la percezione del rischio. I valori contabili, invece, si basano su dati contabili storici e possono non riflettere accuratamente le attuali condizioni di mercato o il sentimento degli investitori.

---

<sup>1</sup> Nel caso delle imprese regolate è una buona *proxy* del valore della RAB che non viene finanziata con il debito.

- Misurazione del rischio orientata al mercato: i *beta* sono utilizzati per misurare la volatilità di un titolo rispetto al mercato. Utilizzando i valori del mercato azionario, che riflettono la valutazione corrente del capitale di una società, il *beta* risultante è più indicativo di come il titolo è percepito in termini di rischio dagli investitori.
- Aggiustamento nelle variazioni della struttura del capitale: i valori di mercato tengono intrinsecamente conto delle variazioni della struttura del capitale di una società nel tempo. A differenza dei valori contabili, che possono riflettere con ritardo le recenti decisioni finanziarie o le variazioni dei livelli di indebitamento, i valori di mercato delle azioni forniscono un'istantanea in tempo reale della struttura finanziaria della società.
- Coerenza con la Teoria Moderna del Portafoglio (MPT): la Teoria Moderna del Portafoglio suggerisce che gli investitori dovrebbero basare le loro decisioni sui rendimenti e sui rischi attesi, che si riflettono più accuratamente utilizzando i valori di mercato attuali piuttosto che i valori contabili storici. Il *deleveraging* dei *beta* utilizzando i valori del mercato azionario si allinea a questo principio, fornendo una misura del rischio più attuale e orientata al futuro.
- Coerenza con i modelli di valutazione: i modelli di valutazione che utilizzano i *beta*, come il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), sono in genere più accurati quando i *beta* sono derivati dai valori di mercato correnti. Ciò garantisce che i rendimenti attesi e le valutazioni del rischio risultanti siano pertinenti alle condizioni di mercato attuali.

L'utilizzo del valore di mercato dell'*equity* è quindi in grado di fornire una valutazione più accurata e tempestiva del profilo di rischio di una società e della sua relazione con i movimenti del mercato, motivo per cui è preferito nell'analisi finanziaria e nella gestione dei portafogli di investimento in quanto più allineato alle dinamiche di mercato e alla percezione di rischio degli investitori.

Infine, non si ritiene che nella pratica l'utilizzo dei valori di *equity* di mercato possa effettivamente comportare effetti di possibile circolarità nella determinazione dei parametri rilevanti ai fini del tasso di remunerazione, che potrebbe influenzare, a sua volta, il valore di mercato dell'impresa regolata.

### 3. ANALISI DEL PARAMETRO BETA

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

Con riferimento alla selezione del campione di imprese, si ritengono condivisibili i criteri generali prospettati dall'Autorità che prevedono di fare riferimento a società quotate sui mercati finanziari, operanti in attività pertinenti rispetto alle attività svolte dalle imprese regolate, coerenti dal punto di vista geografico e sufficientemente liquide sui mercati finanziari.

In particolare, in merito alla selezione del campione di imprese di riferimento, si condivide la proposta dell'Autorità di non limitare l'analisi ai paesi con *rating* elevato, non esistendo ragioni per escludere dal calcolo società che operano in Paesi con *rating* più basso nel calcolo del parametro *beta*, che misura per sua natura la componente di rischio non diversificabile di una Società. Inoltre, limitando l'analisi ai soli Paesi con *rating* elevato si correrebbe il rischio di disporre di un campione troppo ridotto per rappresentare un *benchmark* statisticamente significativo.

Per motivi analoghi, si condivide inoltre in principio la proposta dell'Autorità di includere imprese che presentino una quota di ricavi da attività regolate almeno pari al 20% del totale dei ricavi, al fine di avere un campione sufficientemente numeroso e che non preveda l'esclusione di società rappresentative della rischiosità del settore in Italia, ferma restando la limitata rilevanza di tale criterio nella selezione di imprese per quanto attiene al trasporto del gas naturale (rispetto a cui viene meno quindi meno la possibile sovrastima del *beta* richiamata nel documento di consultazione).

Fermo restando quanto sopra in merito all'opportunità di disporre di un campione sufficientemente ampio, si ritiene non si possa invece prescindere dal considerare esclusivamente imprese che presentino una adeguata liquidità sui mercati finanziari pena la solidità e l'intera rappresentatività dell'analisi. Questo in quanto società illiquide comportano una sottostima del parametro *beta* dal momento che il prezzo delle loro azioni tende a reagire alle informazioni di mercato in tempi differenti rispetto all'indice di mercato e riduce pertanto la correlazione fra i rendimenti dei due indici.

Più in particolare si ritiene che, relativamente all'attività di trasporto gas, debba essere esclusa dal campione la società Fluxys che sulla base delle evidenze presenta un *bid-ask spread* nel periodo di riferimento ben superiore all'1%. Tale soglia infatti oltre a essere



considerata un riferimento limite nei test di liquidità da parte degli operatori finanziari viene indicata da molti altri regolatori europei, anche nelle più recenti decisioni, come limite da adottare al fine di valutare la liquidità nella selezione del campione di riferimento rilevante (e.g. Bnetza in Germania, ACM, in Olanda, CNMC in Spagna, E-control in Austria). In tale ambito è rilevante segnalare come lo stesso regolatore CREG in Belgio abbia ritenuto opportuno non considerare i dati della società Fluxys nella determinazione del valore riconosciuto per il settore del trasporto non ritenendo l'*equity beta* attendibile.

L'eliminazione della società Fluxys dal campione consentirebbe di migliorare la rappresentatività e l'attendibilità delle stime dell'*equity beta* per il trasporto gas, disponendo comunque di un campione di operatori significativo (pari a 5 come per la trasmissione elettrica), tra l'altro con *bid-ask spreads* pari a meno della metà rispetto a Fluxys stessa.

**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.

La proposta dell'Autorità di apportare una correzione, secondo la formula di Blume, ai valori del *beta raw* per i settori il cui campione è caratterizzato da una quota preponderante di ricavi da attività regolate, si ritiene condivisibile.

Tale impostazione consentirebbe infatti di riflettere nel calcolo del *beta* riconosciuto le evidenze mostrate dagli studi e dalle ricerche accademiche che evidenziano come il metodo CAPM produca una sottostima del costo dell'*equity* con *beta* inferiori a 1,00 e che la relazione fra *beta* e rendimento dell'*equity*, sempre stimata dal CAPM, possa non corrispondere alla relazione effettivamente percepita dal mercato.

Un elemento ulteriore a supporto di tale aggiustamento è il suo utilizzo da parte dei principali *Financial Data Provider*, quali ad esempio Bloomberg e Merrill Lynch, che lo considerano un metodo in grado di fornire una corretta rappresentazione dell'*asset beta*.

Alla luce di quanto sopra si ritiene opportuno prevedere l'utilizzo del solo *beta adjusted* nel calcolo dell'*asset beta* per i settori del trasporto gas, stoccaggio gas e rigassificazione.

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

In merito alla frequenza delle osservazioni, si ritiene che la scelta di utilizzare dati giornalieri per la stima del *beta* risulti la più appropriata nei casi di titoli delle società nel campione liquidi e in assenza di imperfezioni di mercato (quali ad esempio aperture asincrone dei mercati, vincoli sugli ordini, ecc).

Tuttavia, queste condizioni potrebbero non essere sempre rispettate, rendendo di fatto più opportuno utilizzare stime del *beta* basate su dati settimanali, in quanto il valore giornaliero del *beta* non rifletterebbe correttamente le informazioni rilevanti.

In tale ambito potrebbe essere pertanto opportuno condurre specifiche analisi finalizzate a identificare la presenza di eventuali imperfezioni di mercato e determinare di conseguenza la frequenza dei dati più adeguata da utilizzare.

Alcune analisi effettuate mostrano infatti che i dati settimanali possono portare a valori di *asset beta* leggermente superiori per il trasporto gas di **[omissis]**, rafforzando l'ipotesi che l'uso di dati giornalieri possa sottostimare il *beta* in presenza di imperfezioni di mercato.

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

La proposta di utilizzare indici di mercato nazionali per ciascun titolo del campione non si ritiene condivisibile.

La maggior correttezza nell'utilizzo di indici internazionali in presenza di un campione formato da società che appartengono a Paesi diversi è infatti un principio riconosciuto e consolidato in letteratura oltre che una prassi ampiamente adottata da altri regolatori europei.

In merito agli indici più opportuni da utilizzare, sebbene la possibilità di investimento non sia geograficamente limitata ad una certa area, nella pratica si osserva come gli investitori tendano comunque a riferirsi a mercati più vicini che sono generalmente più conosciuti e non soggetti a rischi connessi all'utilizzo di valute differenti.

In considerazione di quanto sopra, nel caso di paesi dell'Eurozona con mercati tra loro integrati, si ritiene più opportuno fare riferimento a un indice regionale con un portafoglio di imprese molto diversificato come l'Eurostoxx 600, rispetto a indici dei singoli Paesi che

possono risultare poco rappresentativi in termini di dimensioni e/o poco diversificati in termini di gruppi di imprese o numero di *players*. Si evidenzia inoltre come il riconoscimento di un premio sul rischio paese tenga conto di rischi non pienamente rappresentati dai rischi sistematici individuati nella correlazione tra i titoli azionari e l'indice di mercato di riferimento e, quindi, non giustifichi l'utilizzo di indici nazionali al posto dell'indice Eurostoxx 600.

Il ricorso a indici nazionali potrebbe essere pertanto limitato esclusivamente alle Società che non operano in Paesi dell'Eurozona.

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

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

In merito al periodo di osservazione dei parametri si ritiene opportuno estendere il periodo di osservazione proposto dall'Autorità nel documento di consultazione (2019-2023) al fine di incorporare le rilevazioni più recenti, in particolare relative al periodo 1 gennaio - 30 agosto 2024.

L'estensione all'agosto 2024 del periodo di osservazione mostra un *trend* in crescita dell'*asset beta* che raggiunge valori vicini a quelli stimati per il settore fra la fine del 2021 e l'inizio del 2022. Sulla base di tale evidenza si ritiene che l'utilizzo dei dati più recenti disponibili possa consentire di meglio riflettere i livelli futuri di rischio associati al settore, al contrario della media *rolling* su un periodo di 5 anni che incorpora eventi estremi ed esogeni all'impresa come la pandemia e la crisi fra Russia e Ucraina che hanno incrementato il rischio di instabilità finanziaria. Analisi recenti su mercati europei e internazionali hanno evidenziato che periodi di crisi possono avere impatto non solo sulla volatilità dei titoli ma anche sui pesi dei titoli che entrano nel portafoglio di mercato e quindi modificare la matrice di varianza e covarianza nel calcolo del *beta*.

Si ritiene pertanto opportuno prevedere che il valore del *beta* sia determinato su un orizzonte temporale di due anni, utilizzando quindi un *dataset* comunque ampio, che sia in grado di recepire un numero maggiore di osservazioni più recenti e non incorporare effetti distorsivi legati a eventi eccezionali.

#### 4. CONCLUSIONI SUI VALORI DEL PARAMETRO BETA

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

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

Per le motivazioni sia di natura metodologica che di contesto precedentemente rappresentate, le conclusioni dell'Autorità in merito al *range* da considerare per la fissazione del parametro *beta* per il trasporto gas (0.37-0.384) non si ritengono condivisibili.

Si ritiene infatti che la fissazione del *beta* anche al livello superiore della forchetta prevista (che confermerebbe l'attuale livello riconosciuto) non rifletta correttamente il valore di rischio sistematico dell'attività, sia in relazione ai valori di mercato osservati che alle scelte operate da altri regolatori europei, anche nell'ambito delle più recenti revisioni tariffarie.

In relazione alle osservazioni di mercato, sulla base delle considerazioni metodologiche sopra rappresentate, si è provveduto a calcolare l'*asset beta* per il servizio di trasporto del gas naturale considerando i dati degli *equity beta* delle società del campione disponibili fino alla data del 30 agosto 2024<sup>2</sup>. Sulla base di tali evidenze il valore dell'*asset beta* si dovrebbe collocare in un range compreso tra **[omissis]** e **[omissis]**, valori determinati rispettivamente:

- considerando la società Fluxys nel campione e utilizzando la media dei valori *beta raw* ed *adjusted* (opzione metodologicamente meno corretta);
- escludendo la società Fluxys dal campione e utilizzando il solo valore di *beta adjusted* (opzione metodologicamente più corretta).

Con riferimento alle scelte adottate dagli altri regolatori europei, si evidenzia, come peraltro rilevato dalla stessa Autorità, come il valore di *asset beta* riconosciuto attualmente al trasporto gas risulti inferiore alla media europea in generale oltre che alla media del campione di imprese individuato.

Più in particolare, si evidenzia come i valori di *beta* riconosciuti dei principali operatori di trasporto europei nelle più recenti revisioni tariffarie siano stati rivisti al rialzo (si veda Belgio

---

<sup>2</sup> *Asset beta* al 30 agosto 2024 calcolati a partire da *equity beta* estratti da Bloomberg, questi ultimi calcolati con regressione lineare dei rendimenti giornalieri nei due anni precedenti sull'indice Eurostoxx 600 per le società dei paesi dell'Eurozona e su indici nazionali per le società degli altri paesi che non hanno come valuta l'euro, utilizzo del valore di mercato dell'*equity* per il *de-levering* e del campione di società comparabili identificato da ARERA.

con +0.08, Portogallo +0.02, **[omissis]** o mantenuti costanti (si veda Germania<sup>3</sup>, Olanda, Spagna, Regno Unito)<sup>4</sup>. Si rileva infine, come rispetto a tutti gli altri settori infrastrutturali in Italia, il valore di *asset beta* riconosciuto per il trasporto gas risulti essere l'unico a collocarsi al di sotto della media europea di settore.

Alla luce di quanto sopra si ritiene che il valore di *asset beta* riconosciuto per il trasporto gas a partire dall'anno 2025 debba essere rivisto al rialzo e compreso nel range tra **[omissis]** e **[omissis]**.

**[omissis]**.

## 5. CONSIDERAZIONI SUI SERVIZI DI STOCCAGGIO E RIGASSIFICAZIONE

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

In relazione ai valori di *asset beta* per i settori dello stoccaggio e della rigassificazione non si ritiene condivisibile la proposta dell'Autorità di voler confermare i differenziali indicati rispetto al trasporto gas. Si ritiene infatti che tali valori non siano rappresentativi dell'effettiva maggiore rischio connessa a tali *business*.

In primo luogo, si osserva come l'Autorità in sede di definizione dei criteri TIWACC in cui è stato effettuato un aggiornamento straordinario dell'*asset beta* del trasporto gas (in quanto inferiore allo 0.4), abbia indicato che i valori di *asset beta* relativi allo stoccaggio ed alla rigassificazione avrebbero trovato un aggiornamento nell'ambito del processo in cui si inserisce l'attuale consultazione.

**[omissis]**

Fermo restando quanto sopra, in considerazione degli specifici rischi associati alle differenti attività, si ritiene che tali valori debbano comunque essere visti al rialzo per le motivazioni di seguito riportate.

<sup>3</sup> In Germania, pur mantenendo costante il valore di *asset beta* (0.4) è stato considerato un premio addizionale al prodotto tra *beta* e *MRP* (+0.395%) per tener conto della copertura del rischio imprenditoriale specifico.

<sup>4</sup> Unica eccezione è la sola Francia in cui il valore è stato rivisto leggermente al ribasso, presentando tuttavia un valore di *asset beta* riconosciuto (pari a 0.47) sensibilmente superiore al valore riconosciuto in Italia e nella maggior parte negli altri Paesi europei.

Relativamente allo stoccaggio oltre al permanere dei rischi specifici già in essere, quali a titolo esemplificativo quelli menzionati dalla stessa Autorità in relazione alle attività minerarie e all'immobilizzazione del gas necessario per assicurare le prestazioni di punta, si ritiene che l'attività sia soggetta a rischi incrementali ulteriori rispetto ai nuovi rischi già indicati in precedenza per l'attività di trasporto gas. In particolare, l'attività di stoccaggio è più esposta del trasporto alle incertezze connesse alla transizione energetica sia in termini futuro riutilizzo delle infrastrutture che di gestione mineraria e operativa di nuovi *green gas*.

Relativamente alla rigassificazione, il differenziale considerato risulta inadeguato a coprire il rischio di mancata copertura dei ricavi, che come dimostrato dalle evidenze ha portato negli anni mediamente ad una costante sotto remunerazione di tali infrastrutture **[omissis]**.

Una maggiore rischiosità riconosciuta per tali infrastrutture rispetto a quanto previsto in Italia è inoltre riscontrabile in altri Paesi europei come la Francia e la Germania che presentano caratteristiche di approvvigionamento e di mercato comparabili a quelle italiane (venir meno di flussi di importazione dalla Russia e crescente ricorso al GNL), dove i regolatori nazionali prevedono esplicitamente un premio per il maggior rischio di tali infrastrutture. In particolare:

- in Francia l'attività di rigassificazione e quella di stoccaggio godono di un premio sul tasso di remunerazione del trasporto di +200 bps e +50 bps rispettivamente **[omissis]**;
- in Germania l'attività di rigassificazione gode di un premio sul costo dell'*equity* del trasporto di ca. +400 bps **[omissis]**.

Alla luce di quanto sopra si ritiene che il differenziale dell'*asset beta* riconosciuto allo stoccaggio e alla rigassificazione gas debba essere rivisto al rialzo **[omissis]** per le motivazioni indicate in precedenza.

## 6. DECORRENZA E DURATA DEI VALORI BETA

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

La proposta dell'Autorità di mantenere allineato l'aggiornamento dei valori dei parametri beta con le tempistiche di definizione dei criteri del WACC ed il loro mantenimento per tutto il periodo di regolazione di quest'ultimo si ritiene in linea di principio condivisibile.

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

## 7. AGGIORNAMENTO DEI PARAMETRI COMUNI A TUTTI I SERVIZI PER IL PERIODO 2025-2027

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

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

La proposta di prevedere la fissazione del parametro T pari al 28% non si ritiene condivisibile in quanto tale valore non risulta rappresentativo dell'effettiva incidenza fiscale a cui sono soggetti gli operatori infrastrutturali regolati.

Come si è già avuto modo di osservare in altre sedi, occorre infatti considerare come i valori di *tax-rate* rilevabili dai bilanci degli operatori incorporino fenomeni straordinari o non ricorrenti che non sono rappresentativi del carico della tassazione ordinaria e che pertanto andrebbero depurati dal calcolo. Va altresì tenuto in considerazione che la base imponibile dell'IRAP risulta maggiore della base imponibile dell'IRES e non è quindi corretto dal punto di vista metodologico sommare algebricamente le due aliquote ai fini del calcolo del parametro T. Va infine segnalato come una revisione al ribasso del parametro T non risulta supportata da una riduzione delle aliquote vigenti, tenuto conto che l'ultima variazione dell'aliquota IRES (avvenuta nel 2016) risulta già essere stata incorporata nelle decisioni assunte relativamente al livello di tassazione per il periodo 2019-2021, mentre andrebbero semmai considerate le evoluzioni fiscali previste per il prossimo periodo 2025-2027, come sopra rappresentato.

Inoltre, si segnala come il valore proposto dall'Autorità sia stato calcolato sulla base dei bilanci 2021-2022 e risulti pertanto influenzato da alcuni incentivi e correttivi fiscali che non saranno più in vigore nei prossimi anni; al contrario non tiene conto delle evoluzioni normative/fiscali deliberate e/o attuate in data successiva che avranno effetto sul periodo 2025-2027.

In particolare, per una corretta determinazione dell'incidenza fiscale andrebbero nettati in primo luogo gli effetti derivanti da operazioni straordinarie (per es. cessioni *asset in Participation Exemption* o *PEX* e affrancamento avviamenti con stanziamento di imposte anticipate) che determinano un effetto distorcente di riduzione del *tax-rate* di bilancio. È opportuno che tali effetti straordinari siano neutralizzati nell'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevata nel biennio 2022-2023, sia perché non inquadrabili nel *business as usual* delle società, sia perché non applicabili a tutte le società.

Inoltre, 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 sterilizzazione è necessaria anche al fine di non ridurre l'incentivo per gli operatori ad ottenere agevolazioni fiscali, come già evidenziato da ARERA nel TIWACC.

In particolare, si evidenzia come il solo venir meno dell'Aiuto alla Crescita Economica (ACE)<sup>5</sup> a partire dal 2024 comporti un incremento dell'incidenza fiscale. Tenuto conto che in sede di revisione dei parametri per il secondo periodo regolatorio del WACC, l'introduzione dell'ACE era stata considerata ai fini della revisione al ribasso del parametro T (da 35.7% a 34.4%), parimenti si ritiene che la sua cessazione debba essere opportunamente considerata nel valore del parametro riconosciuto per il periodo 2025-2027.

Alla luce degli elementi sopra riportati, come anche dettagliati nella comunicazione trasmessa in data 11 luglio 2024 da un gruppo di operatori e associazioni di settore, si ritiene che il valore di *tax-rate* T da applicare per il sub-periodo 2025-2027 non debba risultare inferiore al **[omissis]**.

---

<sup>5</sup> Tale agevolazione consisteva, in estrema sintesi, in una deduzione nozionale annuale dal reddito imponibile IRES, a partire dal 2019, degli aumenti di capitale proprio (conferimenti in denaro e accantonamento di utili a riserva al netto delle distribuzioni di utili e riserve ai soci) avvenuti a partire dal 2011.



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

Con riferimento all'aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi per il periodo 2025-2027, in linea generale si condivide l'impostazione prospettata dall'Autorità.

In particolare, in merito ai parametri *SPREAD* e *isr* si condivide l'impostazione di utilizzare periodi coerenti con quelli di determinazione del *RF*. Si ritiene opportuno prevedere che anche per i parametri *FP* e *FP<sup>CRP</sup>* sia effettuato il calcolo con riferimento ad un orizzonte coerente con quello dell'aggiornamento triennale del WACC.

Con riferimento all'indice *iBoxx<sup>spot</sup>* - coerentemente con il calcolo prospettato per la determinazione del costo del nuovo debito ad inizio periodo di regolazione - si ritiene opportuno utilizzare la media dei tassi delle serie *iBoxx* registrata in un periodo di osservazione coerente con quello considerato per la determinazione del parametro *RF* in luogo del valore rilevato al momento dell'aggiornamento.

## 8. MECCANISMO DI TRIGGER

**S15.** Osservazioni sul meccanismo di trigger

In merito al meccanismo di *trigger*, si ritiene condivisibile la scelta dell'Autorità di considerare, per la verifica dell'attivazione del *trigger*, anche l'aggiornamento dei parametri di inflazione attesa (*ia*) e *Forward premium* (*FP* e *FP<sup>CRP</sup>*), che nel meccanismo di cui al primo sub-periodo erano aggiornati solo nell'eventualità in cui si attivasse il *trigger* e non anche ai fini della verifica del *trigger* stesso.

Con riferimento alla soglia per l'attivazione del meccanismo di *trigger*, si ritiene percorribile **[omissis]** al fine di meglio riflettere le condizioni di mercato.