

DCO 275/2015/R/COM

**Criteria per la determinazione e l'aggiornamento
del tasso di remunerazione del capitale investito
per le regolazioni infrastrutturali dei settori
elettrico e gas - orientamenti iniziali**

Osservazioni Interassociative
Anigas - Assogas

Milano, 31 luglio 2015

PREMESSA

Le scriventi Associazioni presentano le proprie osservazioni al documento di consultazione n. 275/2015/R/GAS (DCO), con cui l’Autorità presenta gli orientamenti iniziali in relazione ai criteri per una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito.

OSSERVAZIONI GENERALI

In linea generale si condivide l’orientamento dell’Autorità volto a una revisione complessiva in tema di riconoscimento del tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) per le infrastrutture dei settori gas ed elettrico.

Si ritiene infatti opportuna la previsione di un approccio per la definizione e l’aggiornamento del WACC che:

- sia basato su una metodologia trasparente tale da garantire chiarezza e univocità nell’identificazione degli elementi sottostanti ciascun parametro;
- persegua obiettivi di stabilità e sostenibilità, depurando il tasso dagli elementi perturbativi causati dalla forte variabilità dei mercati finanziari che hanno caratterizzato il contesto macroeconomico degli ultimi anni e che potrebbero riproporsi in futuro;
- persegua l’omogeneità nei criteri e nella tempistica di definizione dei WACC delle diverse attività regolate evitando che differenze nei tassi siano riconducibili alle sole diverse condizioni dei mercati finanziari nel periodo preso a riferimento;
- garantisca un livello di remunerazione congruo, sia a salvaguardia degli investimenti esistenti, sia al fine di non pregiudicare la possibilità di finanziamento dei nuovi investimenti e del relativo indotto.

Il settore ha infatti bisogno di un quadro regolatorio il più possibile stabile e certo che permetta agli operatori la prevedibilità di evoluzione dei WACC riconosciuti e conseguente pianificazione dei necessari investimenti di lungo periodo, evitando in tal modo situazioni di sotto-investimento o difficoltà di reperimento delle fonti di finanziamento con conseguenti danni al sistema.

Per quanto riguarda ad esempio il settore della distribuzione gas, esso sarà a breve interessato dalla “stagione delle gare”, con aggiudicazione del servizio su vasti bacini territoriali sovracomunali (ATEM). Al fine di perseguire un efficace dispiegamento della concorrenza per il mercato, gli operatori necessitano di riferimenti certi, stabili e sostenibili, tali da abilitare la disponibilità dei necessari investimenti per la partecipazione a tali gare.

Nel merito del DCO si condivide l’orientamento dell’Autorità di calcolare direttamente i valori reali del tasso di remunerazione del capitale proprio e del costo del debito, vista l’incertezza e la volatilità dei rendimenti dei titoli sovrani –

anche per effetto della politica di Quantitative Easing (QE) - e di un andamento dei tassi di inflazione non coerente con la dinamica dei suddetti rendimenti.

Tuttavia, ai fini del calcolo del valore del WACC reale pre-tasse si dovrà opportunamente tener conto del fatto che le imposte pagate dalle imprese si applicano ai profitti nominali e non a quelli reali. Pertanto, dovrà essere previsto un “aggiustamento” che permetta di includere coerentemente gli effetti relativi all’incidenza delle imposte (T) e all’aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari (tc) nei valori reali del tasso di rendimento del capitale di rischio e di debito (K_e e K_d reali).

Considerata da un lato la portata della riforma in consultazione e dall’altro l’attuale situazione di incertezza circa l’evoluzione dei mercati finanziari e delle condizioni macro economiche di contorno, si auspica che codesta Autorità continuerà a monitorare il livello dei tassi di remunerazione del capitale investito ai fini regolatori per i servizi regolati in relazione all’andamento economico e congiunturale del paese, a salvaguardia della coerenza dei medesimi con le condizioni di mercato di riferimento.

Infine, si precisa che il presente documento rappresenta la posizione delle scriventi Associazioni in risposta al DCO. Pertanto, le stesse si riservano di fornire ulteriori contributi e osservazioni nel corso del processo di consultazione, anche alla luce dei successivi documenti che l’Autorità dovesse pubblicare.



OSSERVAZIONI PUNTUALI

Il Capital Asset Pricing Model

S1. Osservazioni sulla scelta di utilizzare come riferimento per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito il Capital Asset Pricing Model.

Si condivide la scelta di mantenere il modello CAPM, utilizzato dalla maggior parte dei Regolatori ai fini della valutazione del rischio e della conseguente fissazione del livello del costo del capitale per le attività regolate.

Il tasso di remunerazione come media ponderata del costo dell'equity e del costo del debito

S2. Osservazioni sulla scelta di fissare un tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) come media ponderata tra costo del capitale proprio e costo del capitale di debito.

Si ritiene condivisibile mantenere – in continuità con quanto già operato nel passato – la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito come media ponderata tra costo del capitale proprio e costo del capitale di debito (WACC).

Tasso di remunerazione del capitale investito e valore delle azioni

S3. Considerazioni sulle relazioni tra valore di mercato e valore regolatorio degli asset come informazioni utili ai fini dell'impostazione della metodologia di determinazione e aggiornamento del tasso di rendimento del capitale investito ai fini regolatori.

La Regulatory Asset Base (RAB) rappresenta nella prassi internazionale uno dei principali riferimenti utilizzato dagli investitori per stabilire il valore (anche di mercato) delle imprese regolate.

Sebbene l'Autorità ritenga che ci possano essere dinamiche di disallineamento tra i flussi di cassa attesi dagli investitori e quelli assunti nelle determinazioni tariffarie, e quindi implicitamente tra il tasso di attualizzazione utilizzato dagli investitori (costo opportunità del capitale che risente delle turbolenze dei mercati finanziari) e il tasso di remunerazione regolato fissato a fini regolatori, non si ritiene praticabile considerare le relazioni tra il valore di mercato e il valore regolatorio degli asset ai fini dell'impostazione della metodologia di determinazione e aggiornamento del tasso di rendimento del capitale investito ai fini regolatori, anche alla luce dell'esigenza di stabilità della regolazione.

L'ipotesi di split del costo di capitale

S4. Osservazioni sull'ipotesi di adozione di logiche basate sullo split del costo del capitale.

Non si ritiene opportuno adottare logiche basate sullo split del costo del capitale quali quelle illustrate nel documento di consultazione, dal momento che, come osservato dall'Autorità, non risulta essere mai stato implementato nella



regolazione tariffaria delle infrastrutture e che anche laddove i Regolatori hanno ipotizzato simili soluzioni (come la Queensland Competition Authority per la regolazione economica dei servizi infrastrutturali in Australia) non le hanno adottate, ritenendo necessari specifici approfondimenti.

In linea generale si ritiene condivisibile l'esigenza di supportare uno sviluppo infrastrutturale efficiente con strumenti che premiano la *performance* e trovino fondamento nel raggiungimento di *output*, al fine di evitare un aggravio non giustificato degli oneri di sistema, in particolare con riferimento alla necessità di individuare come "strategici" i soli investimenti strettamente necessari al sistema. Si evidenzia l'importanza che gli eventuali meccanismi di promozione degli investimenti di tipo *output-based* tengano comunque conto:

- dell'equilibrio economico-finanziario degli operatori;
- delle peculiarità specifiche delle diverse tipologie di infrastrutture, come ad esempio le reti di distribuzione le quali sono adibite per legge a servizio pubblico, con i relativi obblighi, anche in termini di investimenti.

Si osserva in ogni caso che il concetto di remunerare una parte del capitale investito ad un tasso pari al costo del debito assume implicitamente che il costo marginale di un'unità aggiuntiva di debito sia pari al tasso di interesse del debito, con ciò trascurando l'effetto della maggiore rischiosità dei flussi per gli azionisti indotto dalla leva finanziaria e del conseguente aumento del costo dell'*equity*.

E' proprio il riconoscimento di questo effetto che ha portato la teoria finanziaria a riconoscere come l'indicatore di costo rilevante per le decisioni di investimento sia il costo medio ponderato del capitale. Solo questa grandezza è infatti in grado di catturare nella sua interezza il costo del nuovo investimento, rappresentato sia dal costo esplicito delle nuove fonti finanziarie da raccogliere che dal costo implicito, dato dalla variazione del rischio associato ai flussi delle fonti finanziarie complementari. Corollario di questa impostazione è che la teoria finanziaria nega, salvo eccezioni soggette a condizioni molto restrittive, la correttezza di un approccio che associ singole fonti di finanziamento a singoli impieghi, come sembra invece suggerire la teoria dello split del costo del capitale.

Nozione di periodo regolatorio del tasso di remunerazione

S5. Osservazioni sulla durata del periodo regolatorio del tasso di remunerazione.

Si ritiene condivisibile l'orientamento dell'Autorità, volto a prevedere un allungamento della durata – da 4 a 6 anni - del periodo di fissazione dei parametri base del tasso di remunerazione al fine di favorire la stabilità e la certezza del quadro regolatorio, limitando gli interventi regolatori infra-periodo e consentendo alle imprese esercenti l'implementazione dei propri piani industriali in un quadro di regole il più possibile stabile.

Si ritiene altresì ragionevole l'orientamento dell'Autorità volto ad introdurre un periodo regolatorio del tasso di remunerazione, inteso come periodo nel quale vigono i livelli dei parametri base del tasso di remunerazione del capitale investito validi per tutti i servizi regolati dei settori elettrico e gas, esclusi quindi i



parametri specifici relativi al singolo servizio, identificati nel parametro β e nel rapporto tra capitale di debito e capitale proprio D/E.

Conseguentemente, i valori dei parametri β e D/E del settore del gas saranno oggetto di discussione in sede di revisione del prossimo periodo di regolazione tariffaria di ciascun servizio regolato, il cui avvio è previsto a partire dal:

- 1° gennaio 2018 per i servizi di rigassificazione del gnl e trasporto del gas naturale;
- 1° gennaio 2019 per il servizio di stoccaggio del gas naturale;
- 1° gennaio 2020 per la distribuzione e misura del gas naturale.

In sede di revisione e discussione dei singoli periodi tariffari dei servizi gas, sarà opportuno valutare la coerenza tra i criteri definiti in sede di periodo regolatorio del WACC e quelli da definire in occasione del periodo tariffario.

S6. Osservazioni circa i parametri da individuare come specifici di settore.

Si concorda nell'identificare i parametri specifici relativi al singolo servizio nel parametro β e nel rapporto tra capitale di debito e capitale proprio D/E e nel ritenere che tali parametri siano oggetto di valutazione e discussione solo in sede di revisione per il nuovo periodo regolatorio tariffario di ciascun singolo servizio regolato come già osservato allo spunto di consultazione S5.

Tuttavia, si evidenzia la necessità di valutare periodicamente la sussistenza di eventuali differenze nei livelli di tassazione applicati ai singoli servizi, in relazione a possibili diverse evoluzioni del quadro della disciplina fiscale da applicarsi ai diversi segmenti di business.

Il tasso di remunerazione del capitale proprio (equity)

S7. Osservazioni sull'ipotesi di introdurre un addendo relativo al rischio paese nella formula per il calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio.

Si condivide l'orientamento dell'Autorità di introdurre un ulteriore addendo nella formula di calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio destinato a riflettere il premio che gli investitori richiedono per investimenti in paesi con rating medio-basso (come al momento il nostro Paese), ovvero un premio per il rischio paese (Country Risk Premium, CRP) e di scorporare tale elemento dalla componente RF, ricondotta a riferimenti di mercato "normali".

Si ritiene ragionevole quindi prevedere che la definizione del tasso di rendimento di attività prive di rischio intercetti un livello di remunerazione depurato dagli effetti riconducibili al rischio paese. L'ulteriore addendo CRP dovrebbe quindi riflettere il maggiore rendimento richiesto dal mercato in funzione del livello di rischio Paese, che può essere individuato attraverso i seguenti meccanismi:

1. considerando il grado di volatilità o il differenziale dei rendimenti dei mercati azionari tra l'Italia e i paesi benchmark europei con rating elevato;
2. quantificando il differenziale di rendimento dei titoli di debito sovrani tra l'Italia e i paesi benchmark europei con rating elevato.

Il tasso di rendimento delle attività prive di rischio

S8. Osservazioni sulle ipotesi per la fissazione del tasso di rendimento atteso reale delle attività prive di rischio.

In linea generale si concorda con l'ipotesi dell'Autorità di stabilire il tasso RF atteso reale introducendo una specifica componente che rifletta il premio richiesto dagli investitori per il rischio paese (CRP), da aggiungere al rendimento dei titoli di Stato emessi da paesi con rating alto.

Si concorda inoltre con quanto rilevato dall'Autorità circa il fatto che tassi di rendimento reali delle attività prive di rischio negativi o nulli possano determinare decisioni di sotto-investimento da parte delle imprese per effetto di WACC sotto stimati, con evidenti conseguenze e possibili criticità in termini di qualità del servizio nonché di obsolescenza delle reti.

Per tale ragione, alla luce della persistente situazione di crisi economica, delle attuali condizioni dei tassi di interesse nonché delle manovre di politica monetaria della BCE (es. Quantitative Easing), non si ritiene corretto prevedere la fissazione di rendimenti *risk free* in termini reali ad un livello minimo dell'0,5% basato sui rendimenti spot.

In coerenza con l'impostazione delineata nel DCO, che prevede di riportare i parametri relativi al capitale proprio e al capitale di debito per quanto possibile a condizioni "normali", si ritiene più ragionevole utilizzare la seconda ipotesi prospettata nel DCO (quella di cui alla lettera b) del punto 13.12) che prende a riferimento valori di rendimento normali relativi alle attività prive di rischio desumibili dagli andamenti dei mercati obbligazionari nell'Eurozona prima della crisi del 2008, che si ritiene opportuno siano riferiti a periodi temporali sufficientemente ampi come evidenziato tra l'altro nello studio Oxera commissionato dall'Autorità e reso disponibile successivamente alla pubblicazione del DCO, da cui si desume un valore ben superiore all'1,5% proposto dall'Autorità al punto 13.12, lettera b), del DCO.

S9. Considerazioni su pro e contro della scelta di logiche maggiormente forward looking ovvero di logiche fondate sull'individuazione di un rendimento "normale".

Si ritiene che metodologie di determinazione dei parametri per il calcolo del tasso di remunerazione basate su logiche di *forward looking*, alla luce dell'attuale situazione economica caratterizzata da bassi tassi di interesse e manovre di politica monetaria espansiva in una congiuntura economica negativa non ancora terminata, possano produrre eccessive discontinuità e, conseguentemente, instabilità, incertezza e ridimensionamento dei piani di investimento degli operatori.

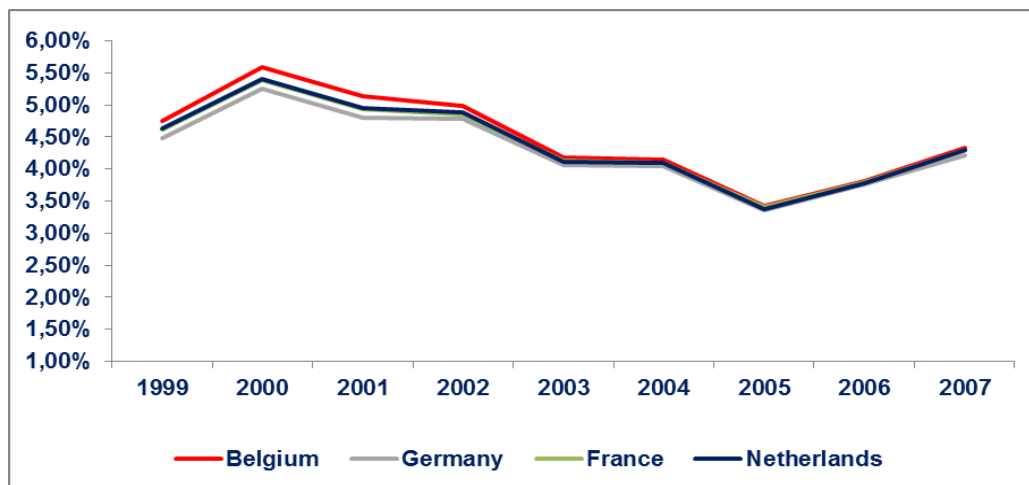
La previsione di stabilire i parametri di calcolo del WACC in termini reali e a condizioni di rendimento "normale", "congelando" di fatto alcuni parametri senza prevedere aggiornamenti infra periodo, ha l'evidente vantaggio di una minore incertezza per gli investitori.

In tale contesto quindi appare preferibile in sede di fissazione del parametro del tasso *risk free* l'ipotesi b) di cui al punto 13.12 del DCO, che prende come riferimento rendimenti di mercato normali calcolati sulla base degli andamenti dei mercati nell'Eurozona prima della crisi del 2008.

Si ritiene al riguardo che - in coerenza con quanto previsto per le ipotesi di determinazione del premio per il rischio paese - al fine di calcolare il tasso di rendimento atteso reale dovrebbero essere analizzati i titoli di Stato emessi dai paesi europei benchmark con elevato rating prima della crisi del 2008 e per un arco temporale decennale al fine di perseguire l'obiettivo di individuare un valore "normale" di rendimento. Al valore nominale così individuato andrà poi detratta l'inflazione del medesimo periodo (o in alternativa l'inflazione attesa nei prossimi anni).

Seguendo l'impostazione dell'ipotesi b) di cui al punto 13.12 del DCO, si ritiene pertanto ragionevole prevedere che la serie storica di calcolo dei tassi di *risk free* reale attesi faccia riferimento al periodo 1999 – 2007, ovvero al periodo intercorrente dalle prime emissioni di titoli obbligazionari in valuta virtuale euro fino al 2007, anno precedente a quello della crisi economica del 2008.

Di seguito si riporta l'andamento dei valori nominali medi annui dei titoli dei paesi benchmark considerati, come desumibili dai dati della Banca Centrale Europea (BCE).



Elaborazioni su dati BCE 1999 – 2007

Come si può notare dal grafico, assumere come periodo di riferimento il periodo 1999 – 2007 si ritiene ragionevole anche alla luce della sia pur più contenuta variabilità dei tassi riscontrata nel periodo ante-crisi del 2008, che dovrebbe suggerire l'adozione di un periodo di osservazione comunque sufficientemente ampio al fine di intercettare i livelli di rendimento atteso corrispondenti ad una condizione "normale".

Da alcune prime analisi dei valori disponibili sulle banche dati della Banca Centrale Europea, i livelli dei rendimenti *risk free* reali attesi risultano superiori al livello dell'1,5% individuato nel DCO e indicato quale soglia minima nello studio Oxera. I valori individuati dall'Autorità paiono quindi sottostimati con la conseguenza di non intercettare adeguatamente i livelli ritenuti "normali" dei paesi con rating superiore ad AA. Un livello medio di tasso di *risk free* di tali paesi, corretto per tener conto dell'attuale effetto depressivo del *Quantitative Easing* sui rendimenti dei titoli di stato dell'Eurozona, dovrebbe essere

superiore di almeno 100 bps a quanto indicato nel DCO, **quindi non inferiore al 2,5%**. Anche detraendo dal valore nominale del *risk free* il valore dell'inflazione nell'Eurozona atteso per i prossimi anni¹, il valore di *risk free* reale da utilizzare ai fini del calcolo del WACC **sarebbe comunque non inferiore al 2,5%**.

Il premio per il rischio di mercato

S10. Osservazioni sulle ipotesi per la determinazione del premio per il rischio di mercato.

Per quanto riguarda il premio di rischio di mercato (ERP) si concorda con la proposta dell'Autorità di adottare soluzioni basate su dati di serie storiche di lungo periodo. L'applicazione di logiche di *forward looking* per la fissazione del premio mercato, in coerenza con quanto già esposto per la fissazione del tasso delle attività prive di rischio, potrebbe creare instabilità e incertezza connesse alla difficoltà d'individuare le migliori valutazioni *forward*, alla luce anche dell'attuale situazione economica. Tale tesi è peraltro confermata dal fatto che le metodologie di calcolo del premio di rischio mercato basate su dati long-run sono quelle più utilizzate dai regolatori degli altri paesi europei.

Si ritiene quindi preferibile l'adozione di un premio di mercato a condizioni normali che si fonda sull'individuazione di un tasso di rendimento reale totale di mercato sulla base di evidenze storiche di lungo periodo, quale il periodo 1900-2014, prendendo a riferimento i valori dei paesi benchmark con alto rating, inclusa la Germania, i cui dati storici siano già stati depurati da quelli anomali per effetto dei fenomeni di iper-inflazione degli anni 1922-23 (come di fatto già previsto ed effettuato nello studio Dimson, Marsh and Staunton – DMS e come evidenziato anche nel Report Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015 a – pag. 44 che pur prendendo a riferimento per il calcolo dell'ERP le medie geometriche anziché quelle aritmetiche, comunque indica che i dati di serie storica usati da DMS della Germania sono già depurati da effetti di iper – inflazione).

Per quanto riguarda le serie storiche del tasso di rendimento reale totale di mercato utilizzato ai fini del calcolo dell'ERP, si condivide il superamento dell'utilizzo delle medie geometriche a favore di quelle aritmetiche.

Le proprietà delle medie geometriche e delle medie aritmetiche sono state studiate approfonditamente da economisti e statistici che sono giunti alla conclusione sull'utilizzo della media aritmetica ai fini del calcolo dell'ERP per stimare il WACC.

Nello specifico, come approfondito in uno studio recente di The Brattle Group (luglio 2015):

3. DMS non raccomanda l'utilizzo della media geometrica come dato di input per la stima del costo del capitale. DMS presentano la propria stima della media aritmetica dell'ERP, e affermano che la media aritmetica "è la nostra stima del premio per il rischio sull'Equity di lungo periodo che deve essere

¹ Valore target della BCE, riportato anche nello studio Oxera, prossimo ma inferiore al 2%.



utilizzata nell'asset allocation, nelle valutazioni dei titoli azionari, e nelle applicazioni in ambito regolatorio e di capital budgeting";

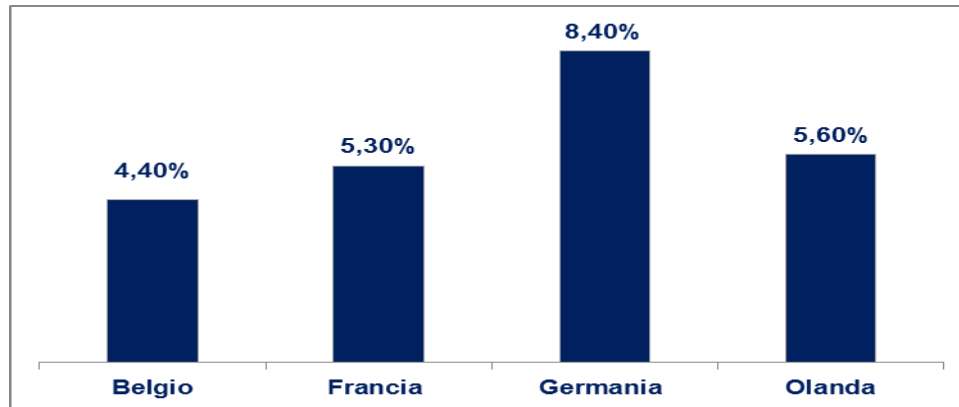
4. DMS è la fonte standard utilizzata in tutto il mondo per i rendimenti storici e per l'ERP. La fonte standard per il premio di rischio negli Stati Uniti è l'Ibbotson SBBI Yearbook. L'edizione sul costo del capitale di questo Yearbook, in cui vengono riportate le stime del WACC per ciascun settore dell'economia, utilizza unicamente medie aritmetiche;
5. R.A. Morin, autore del testo *New Regulatory Finance*, afferma che *"solamente le medie aritmetiche sono una misura corretta da utilizzare a fini previsionali e per stimare il costo del capitale. Non esistono argomentazioni teoriche o empiriche che supportano l'utilizzo di medie geometriche dei tassi di rendimento per stimare il tasso di rendimento nel calcolo del costo del capitale"*
6. Lo studio "Report on the cost of capital provided to Ofgem" di S. Wright (2006) evidenzia che *"Quest'ultima misura [media aritmetica dei rendimenti] è la più appropriata da utilizzare nel CAPM e in molti altri modelli di asset pricing"*.
7. I principali manuali di finanza aziendale, incluso il "Corporate Finance" del professor S.C. Myers di The Brattle Group con R.A. Brealey e F.Allen, giungono tutti alla stessa conclusione.
8. Fama supporta l'utilizzo delle medie aritmetiche e conclude dicendo che *"i manuali di finanza tipicamente danno informazioni corrette. Suggestiscono di scontare i profitti attesi con un costo del capitale (di solito CAPM) calcolato come tasso di rendimento di un modello semplice su un orizzonte temporale di un anno"*. Fama inoltre sottolinea che non è corretto utilizzare la media geometrica nel modello CAPM. Si creerebbe una inconsistenza logica perché le medie geometriche riflettono il rischio totale, mentre il CAPM riflette unicamente il rischio di mercato.

Le motivazioni riportate a sostegno dell'utilizzo della media geometrica devono basarsi necessariamente sulla sola ipotesi che le serie storiche dei rendimenti delle azioni abbiano correlazione negativa. In altri termini i rendimenti delle azioni sono mean-reverting (ovvero tendono a convergere su un valore medio di rendimento). In realtà la tendenza a convergere su valori medi (mean reversion) non richiede l'utilizzo di medie geometriche. Le evidenze che supportano la presenza di mean reversion sono in ogni caso deboli. DMS concludono dicendo che "l'effetto di convergenza verso un valore medio delle serie storiche (mean reversion) [sui valori dell'ERP] è, nella migliore delle ipotesi, di dimensione modesta."

Da tutto quanto sopra riportano, ne emerge come le medie aritmetiche forniscano il migliore indicatore del premio che gli investitori chiedono al mercato per detenere un portafoglio di titoli azionari al posto di titoli privi di rischio.

L'utilizzo di tali medie aritmetiche su dati di lungo periodo è inoltre consolidato nelle stime dei tassi di remunerazione da parte delle Autorità di altri paesi (es. Germania, UK, Irlanda) non solo nel comparto energetico, ma anche in altri settori (es. telecomunicazioni, aeroporti).

Come sintetizzato nel grafico sotto riportato, i valori medi degli ERP dei Paesi *benchmark* risultano **comunque sensibilmente superiori all'attuale valore del premio mercato** utilizzato dall'Autorità per il calcolo del tasso di remunerazione fissato pari al 4%.



Dati A. Damodaran "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition"

Il Country Risk Premium (CRP)

S11. Osservazioni sulle ipotesi per la determinazione del premio per il rischio paese.

Per quanto riguarda la determinazione del premio per il rischio paese, fino ad oggi incluso nei rendimenti dei BTP decennali utilizzati ai fini del calcolo del *risk free*, si ritiene che tale parametro possa essere intercettato con le seguenti metodologie:

1. sulla base del grado di volatilità o del differenziale dei rendimenti dei mercati azionari dell'Italia rispetto ai paesi benchmark europei con rating elevato;
2. in alternativa, sulla base del differenziale di rendimento dei titoli di debito sovrani, relativi a un periodo di 24 mesi, tra l'Italia e i paesi benchmark europei con rating elevato.

Ai fini del calcolo del CRP, si ritiene condivisibile l'approccio proposto nel documento di consultazione e meglio dettagliato nello studio Oxera basato sull'analisi del grado di volatilità dei mercati azionari.

In particolare il CRP risulterebbe pari alla differenza tra $ERP_{adjusted}$ e $ERP_{normale}$, dove l' $ERP_{adjusted}$ verrebbe calcolato moltiplicando il valore dell' $ERP_{normale}$ per la differenza (in percentuale) di volatilità del mercato azionario italiano rispetto a quello dei *paesi benchmark* (valore che lo studio Oxera e anche quello di The Brattle Group stimano pari a circa il 1,4).

In questo modo si riuscirebbe a catturare il rischio paese generale, superando alcuni limiti degli altri metodi che intercettano il solo rischio relativo ai titoli privi di rischio (titoli di stato) o al mercato del debito di talune società (calcoli effettuati sulle obbligazioni societarie) e che scontano diversi livelli di rischio intrinseci alle diverse *utilities* straniere prese a campione.

In merito a quanto evidenziato nel DCO al paragrafo 13.30, non si condivide che, in presenza di un rischio paese generale per il mercato italiano calcolato nello studio Oxera prendendo a riferimento la volatilità dei mercati **potenzialmente**



superiore all'1,5%, si faccia poi riferimento al premio richiesto dagli investitori in azioni di utility, che:

- dovrebbe invece corrispondere alla rischiosità di settore ed essere quindi caratterizzato tramite il parametro β ;
- risulta inferiore al premio richiesto in media per il mercato azionario e porterebbe secondo le considerazioni dell'Autorità ad un valore del CRP compreso tra lo 0,5% e l'1%, sensibilmente sottostimato rispetto alla realtà.

Anche prendendo come riferimento il differenziale dei rendimenti dei mercati azionari italiani rispetto ai paesi benchmark europei con rating elevato degli ultimi due anni (fonte Bloomberg) emerge un valore di rischio per il nostro Paese **pari a circa l'1,7%**, valore comunque ben al di sopra del *range* tra lo 0,5% e l'1% proposto dall'Autorità nel DCO.

Un eventuale approccio alternativo per il calcolo del CRP potrebbe essere quello di calcolare i differenziali di rendimento tra titoli di Stato italiani e quelli di paesi *benchmark* europei con rating elevato per un periodo pari ad almeno 24 mesi. Dalle analisi svolte da The Brattle Group risulta uno *spread* corrispondente di fatto ad un rischio paese **almeno di circa l'1,5%**.

Si ritiene invece difficilmente percorribile la metodologia di calcolo del CRP come differenza tra i rendimenti delle obbligazioni a 10 anni emesse dalle utilities italiane e i rendimenti delle obbligazioni con la stessa *maturity* emesse dalle utilities operanti in paesi europei con rating elevato in quanto i differenziali di rendimento delle obbligazioni *corporate* i) includono il profilo di rischio specifico delle aziende di settore (che si ritiene debba essere catturato dal parametro beta) e ii) intercettano il solo rischio sul debito delle utilities, che inoltre non necessariamente presentano livelli di rating analoghi a quelli dei paesi benchmark di riferimento.

Conseguentemente, tale metodologia comporterebbe una riconduzione impropria e concettualmente non corretta del rischio paese al rischio della specifica attività (misurato attraverso il parametro β , già rappresentativo della differenza di rischio/rendimento tra il settore e il mercato in generale) e sconta la possibilità che il rating delle utilities dei paesi benchmark non sia il medesimo del paese di riferimento (es. RWE ha un rating BBB + rispetto alla Germania che ha rating AAA) rendendo non significativa l'analisi dei differenziali di rendimento.

Inoltre, la quota di rischio insita nel rendimento delle obbligazioni varia sulla base del portafoglio di business delle singole aziende. A tal proposito, si evidenzia come le utilities di paesi esteri utilizzate nello studio Oxera spesso nel proprio portafoglio di business includono anche attività non regolate, quali generazione elettrica e attività di vendita, a differenza delle maggior parte delle utilities italiane prese a riferimento da Oxera.

Il coefficiente beta (β)

S12. Osservazioni sull'approccio indicato per la stima del parametro β .

Ferma restando l'impostazione secondo cui l'aggiornamento del parametro β del settore gas verrà effettuato solo in occasione della revisione del periodo di



regolazione tariffaria di ciascuna attività e posta la difficoltà di individuare società straniere che svolgono in modo univoco le singole attività regolate, si ritiene che per la sua stima sia fondamentale tener conto delle specificità italiane dei segmenti regolati.

Per quanto riguarda la distribuzione del gas ad esempio essa si caratterizza per una durata degli affidamenti del servizio sensibilmente più bassa di quella degli altri Paesi europei (con durate degli affidamenti della distribuzione gas molto superiori o addirittura indeterminate) e a quella di altri settori (anch'essi caratterizzati da affidamenti su periodi sensibilmente più lunghi o addirittura con durata indeterminata). Si ritiene corretto poi considerare la specificità del servizio, che presenta una maggior rischiosità dovuta *in primis* alla natura stessa del settore, caratterizzato da una concorrenza per il mercato che si traduce nella messa a gara del servizio, con le relative incertezze inerenti l'affidamento.

Si ritiene infine corretto mantenere una distinzione tra la remunerazione del capitale investito nella distribuzione e quello investito nella misura con una diversificazione dei coefficienti β relativi ai due servizi. Questo sia per i maggiori rischi connessi ad investimenti in nuove tecnologie che per incentivare un'accelerazione nell'installazione dei nuovi contatori. Nel caso di allineamento della remunerazione della misura a quella della distribuzione verrebbe infatti meno l'incentivo ad accelerare il piano di installazione degli *smart meter* gas con funzionalità di telelettura e telegestione.

Aggiornamento infraperiodo del tasso di remunerazione del capitale proprio

S13. Osservazioni sulle ipotesi di aggiornamento infra-periodo del tasso di remunerazione del capitale proprio.

Come già osservato in precedenza in merito al calcolo del *risk free* a condizioni normali e dell'ERP sulla base di evidenze storiche di lungo periodo, si ritiene che l'unico elemento nella determinazione del tasso di rendimento del capitale investito che riflette condizioni congiunturali e che pertanto potrebbe giustificare aggiornamenti infra-periodo regolatorio del tasso di remunerazione è il CRP.

Limitando l'aggiornamento al solo parametro relativo al rischio paese si perseguirebbe con maggiore probabilità l'obiettivo di un tasso di remunerazione del capitale investito certo e stabile, contemperando le esigenze di equa remunerazione ed evitando possibili situazioni di sotto-investimento.

Per quanto riguarda l'aggiornamento del CRP, si ritiene ragionevole l'utilizzo di una logica di tipo trigger, che preveda di procedere all'aggiornamento del livello di CRP laddove siano verificate le condizioni previste per l'attivazione del trigger.

Un primo approccio potrebbe essere quello che preveda che al verificarsi di variazioni superiori alla soglia prefissata si proceda ad una nuova stima del CRP sulla base di un approccio analogo a quello adottato in sede di prima definizione del parametro.

In alternativa, si potrebbe prevedere che l'aggiornamento del CRP avvenga incorporando le variazioni temporali del tasso reale di rendimento del BTP decennale benchmark rilevato dalla Banca d'Italia, con un metodo semplice, trasparente e automatico, caratteristiche che secondo le scriventi associazioni si



dovrebbero privilegiare ai fini dell'aggiornamento infra-periodo del tasso di remunerazione. Una simile metodologia di aggiornamento si ritiene possa essere utilizzata per tutte e tre i metodi di calcolo di prima definizione del CRP analizzati in risposta allo spunto di consultazione S11 (volatilità dei mercati, analisi dei rendimenti azionari o differenziale dei titoli di stato italiano rispetto ai paesi *benchmark*).

Costo del debito

S14. Osservazioni sull'approccio indicato per la stima del costo del debito.

Si condivide la proposta dell'Autorità di prevedere che il costo del debito, nel nuovo contesto, debba essere determinato come somma di un tasso di rendimento delle attività prive di rischio, un premio per il rischio paese e uno spread che riflette l'eventuale maggior rischiosità del debito delle imprese regolate rispetto ai titoli di Stato.

Con riferimento all'orientamento espresso dall'Autorità circa il livello del costo del debito, si ritiene che debba essere preso a riferimento l'intero mix di fonti finanziarie utilizzate dalle imprese e non soltanto gli strumenti più specificamente di capital market.

Aggiornamento del costo sul debito

S15. Osservazioni sull'approccio indicato per l'aggiornamento del costo del debito.

Si ritiene ragionevole prevedere l'aggiornamento della componente del costo reale del debito che riflette il Country Risk Premium con logiche analoghe a quelle previste per l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio con una logica di tipo trigger, in analogia a quanto previsto per il capitale proprio.

Il tasso di inflazione

S16. Osservazioni sull'approccio generale relativo al trattamento dell'inflazione.

Si concorda con l'intenzione dell'Autorità di calcolare direttamente i valori reali del tasso di remunerazione del capitale proprio e del costo del debito. L'approccio precedentemente adottato, come riconosciuto dall'Autorità stessa, portava a situazioni paradossali per cui venivano mantenuti costanti i livelli di inflazione mentre i rendimenti nominali del capitale proprio e del capitale di debito riflettevano anche le variazioni delle attese di inflazione con il rischio di generare rendimenti negativi.

Tuttavia, le imposte pagate dalle imprese si applicano ai profitti nominali e non a quelli reali: calcolare direttamente i valori reali del tasso di remunerazione comporta, mantenendo fissi tutti gli altri parametri, una riduzione rilevante in termini di WACC anche superiori al 0,5%. Pertanto si ritiene che tale effetto debba essere riconosciuto in sede di fissazione del tasso di remunerazione del capitale investito.



Peso del capitale proprio e del capitale di debito

S17. Osservazioni sull'approccio per la fissazione del livello di gearing.

Come già evidenziato, si condivide il mantenimento dell'impostazione secondo cui l'aggiornamento del rapporto D/E caratteristico per singola attività avvenga in occasione della revisione del periodo di regolazione tariffaria di ciascun settore.

Al momento della revisione del periodo di regolazione tariffaria di ciascun servizio, si ritiene inoltre corretto mantenere un approccio in continuità con l'attuale che nella fissazione dei livelli di gearing non depotenzi l'incentivo al finanziamento efficiente delle imprese.

S18. Considerazioni sul riferimento di capitale proprio (contabile o regolatorio) da utilizzare nella valutazione del gearing effettivo delle imprese.

In relazione al riferimento del capitale proprio da utilizzare ai fini della valutazione del gearing delle imprese regolate si ritiene opportuno dare continuità all'approccio finora adottato nei precedenti periodi al fine di salvaguardare la stabilità del quadro di regolazione.

S19. Considerazioni sull'opportunità di prevedere che anche il costo del debito sia differenziato tra i servizi regolati.

S20. Valutazioni circa l'opportunità di rivedere contemporaneamente, in prima attuazione, il livello di gearing di tutti i settori regolati, sia del settore elettrico che del settore gas.

Non si ritiene sia opportuno prevedere la contemporanea revisione del livello di gearing o rapporto D/E per tutti i servizi regolati sia del settore elettrico che del settore gas, trattandosi di un parametro specifico di ogni singolo servizio, che si ritiene corretto sia oggetto di valutazione ed eventuale revisione solo in sede di revisione del periodo regolatorio tariffario del singolo servizio stesso. Ciò anche al fine, come osservato anche dalla stessa Autorità, di evitare che continui aggiustamenti del livello dei pesi relativi al capitale proprio e al capitale di debito depotenzino l'incentivo ad un finanziamento efficiente delle imprese.

Livello di tassazione

S21. Osservazioni sull'approccio per la fissazione del livello di tassazione.

S22. Osservazioni sull'ipotesi di definire il tasso di remunerazione del capitale investito come tasso post tasse.

Si ritiene preferibile un approccio in continuità con quello sin qui adottato mantenendo il tasso di remunerazione del capitale investito espresso in termini reali pre tasse, prevedendo tuttavia un calcolo basato direttamente sui valori reali secondo l'impostazione ipotizzata dall'Autorità nel DCO e tenuto conto dell'opportuno aggiustamento degli effetti relativi alla tassazione segnalati allo spunto S16.