
Valutazione del beta nei settori della distribuzione gas e della misura

Preparato per
Utilitalia

22 Novembre 2019

Executive Summary

www.oxera.com

Executive summary

Il documento per la consultazione (DCO) 410/2019/R/GAS¹ contiene le evidenze preliminari dell'Autorità finalizzate alla definizione del parametro asset beta (β^{asset}) per il periodo 2020–2022 relativamente ai servizi di distribuzione e misura del gas.

In tale contesto, Utilitalia ha richiesto a Oxera una *peer review* e un'analisi critica delle evidenze e delle considerazioni dell'Autorità.

Nel DCO, l'Autorità prevede una riduzione del coefficiente β^{asset} per i servizi di distribuzione e misura nel quinto periodo di regolazione nell'intervallo compreso tra 0,40 e 0,43, rispetto ai valori attuali di 0,439 e 0,502.

Analisi empirica. L'analisi empirica è sintetizzata dall'Autorità come segue:

Per il campione di imprese che operano in Paesi dell'Area euro con rating non elevato o che non operano in Paesi dell'Area euro si passa da un 0,416 con riferimento ai dati quinquennali a 0,401 con riferimento ai dati biennali. Per le imprese che operano in Paesi dell'Area euro con rating elevato si passa invece da 0,329 con riferimento ai dati quinquennali a 0,430 sui dati biennali.²

Da una valutazione empirica delle analisi dell'Autorità, emerge quanto segue:

- il *comparator set* individuato è composto da alcune imprese altamente illiquide. Delle 13 imprese considerate, solo 5 imprese³ sono sufficientemente liquide⁴ e pertanto robuste sotto un profilo statistico;
- di questo sotto-insieme di 5 imprese, solo 3⁵ sono sufficientemente rilevanti in relazione al livello di attività regolate;
- di fatto, non vi sono osservazioni *pure play* (ad es. caratterizzate da un livello significativo di ricavi derivanti dal settore della distribuzione gas) che permettano l'osservazione del β^{asset} specifico per il settore.⁶

Inoltre, è possibile affermare quanto che:

- l'approccio di stima di ARERA sottostima i β^{asset} ;
- rispetto al 2015 (anno in cui è stato fissato l'attuale livello del β^{asset}), i β^{asset} osservati sono aumentati.

¹ ARERA (2019), DCO 410/2019/R/GAS. *Criteri per la regolazione tariffaria dei servizi di distribuzione e misura del gas nel quinto periodo di regolazione, ottobre.*

² ARERA (2019), DCO 410/2019/R/GAS. *Criteri per la regolazione tariffaria dei servizi di distribuzione e misura del gas nel quinto periodo di regolazione, ottobre*, para 22.18.

³ EON, RWE, Enagas, Italgas SpA., National Grid PLC. Hera, A2A e Iren superano in misura parziale i test di liquidità.

⁴ Il grado di liquidità degli asset è approssimato da tre indicatori: la differenza tra il prezzo di vendita di mercato più basso per un asset e il prezzo più alto offerto per l'acquisto di tale asset (bid-ask spread); il valore totale delle azioni scambiate in un dato periodo di tempo in rapporto alla capitalizzazione media di mercato dell'impresa; la percentuale di azioni che possono essere scambiate in pubblico (ovvero il flottante).

⁵ Enagas, Italgas SpA., National Grid PLC.

⁶ Ad eccezione di Italgas. L'andamento di Italgas è fortemente connesso alla scissione da SNAM, avvenuta nel 2016, che ha caricato la società di un debito elevato e non ne permette l'osservazione per un periodo di tempo sufficientemente esteso.

Tabella 1 **Principali risultati delle analisi di sensitività**

	Fonte del campione di riferimento	Stime a 2 anni	Stime a 5 anni
Δ rispetto alla stima ARERA sulla base delle <i>best practice</i>	Tabella 3 DCO 410/19 (imprese operanti in Paesi dell'Area Euro con rating elevato)	+ 4,8 punti base	+ 14 punti base
	Tabella 4 DCO 410/19 (altre imprese)	+ 7,3 punti base	+ 0,7 punti base
Δ rispetto alla stima relativa al dicembre 2015	Tabella 3 DCO 410/19 (imprese operanti in Paesi dell'Area Euro con rating elevato)	+ 4 punti base	+ 0 punti base
	Tabella 4 DCO 410/19 (altre imprese)	+ 6 punti base	+ 5 punti base

Fonte: elaborazione Oxera.

Tali analisi prendono a riferimento il *comparator set* dell'Autorità.

Le analisi evidenziano una possibile sottostima dei β^{asse} con riferimento alla metodologia di stima adottata, quantificata tra 4,8 e 14 punti base per il campione dell'Autorità nella tabella 3 (imprese operanti in Paesi dell'Area Euro con rating elevato), e tra 0,7 e 7,3 punti base per il campione dell'Autorità nella tabella 4.

Inoltre, risulta un "delta" positivo rispetto alla stima relativa al dicembre 2015 fino a 6 punti base.

Dati i limiti dell'analisi, che di fatto non permette una valutazione diretta e sufficientemente estesa del rischio sistematico nella distribuzione gas in Italia, risulta necessario un esame qualitativo dell'evoluzione del rischio sistematico.

Esame qualitativo dell'evoluzione del rischio sistematico. L'Autorità afferma di ritenere ragionevole un coefficiente β^{asset} per i servizi di distribuzione e misura nel quinto periodo di regolazione nell'intervallo compreso tra 0,40 e 0,43, tenuto conto

che il quadro regolatorio ipotizzato [...] prevede, nella sostanza, profili di rischio analoghi a quelli connessi al quadro regolatorio attuale, valutata la prospettiva delle gare per l'affidamento delle concessioni del servizio e considerato l'impatto delle politiche di decarbonizzazione, delle esigenze di innovazione tecnologica ad esse collegate e delle conseguenti incertezze sulla futura configurazione del sistema energetico.⁷

Dalle affermazioni dell'Autorità, emergono due considerazioni:

- l'affermazione secondo cui i profili di rischio sono analoghi a quelli connessi al quadro regolatorio attuale non è coerente con l'orientamento di riduzione del β^{asset} rispetto al livello attuale;
- il documento dell'Autorità non approfondisce tali profili di rischio. Infatti, le affermazioni citate non sono supportate da evidenze di natura empirica per un confronto dell'evoluzione del grado di rischio rispetto all'ultima occasione di definizione del β^{asset} .

⁷ ARERA (2019), *Documento Per La Consultazione 410/2019/R/GAS. Criteri Per La Regolazione Tariffaria Dei Servizi Di Distribuzione E Misura Del Gas Nel Quinto Periodo Di Regolazione*, ottobre, para 22.21.

La tabella seguente sintetizza le nostre valutazioni in merito al livello di rischio nei settori della distribuzione gas e della misura:

Tabella 2 Valutazione del rischio: alcune considerazioni

Settore	Rischio	Considerazioni
Distribuzione gas	Evoluzione della domanda e fattori di medio e lungo periodo (demand risk)	La volatilità della domanda aggregata è un fattore chiave di rischio (<i>revenue risk</i>). Il <i>demand risk</i> dovrebbe essere valutato con riguardo all'evoluzione della politica energetica in Italia e agli scenari futuri nel settore energetico Evidenze: il Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima (PNIEC) prevede un ruolo minore in termini di utilizzo complessivo per il sistema nazionale del gas naturale. Inoltre, le previsioni di lungo termine sui consumi evidenziano una riduzione rispetto al 2015.
Distribuzione gas	Leva operativa (cost risk)	La leva operativa amplifica gli effetti del contesto macroeconomico sui profitti dell'impresa, e dunque sul beta. Evidenze: le evidenze indicano un incremento della leva operativa rispetto al 2015.
Misura gas	Asset stranding (revenue risk)	Il servizio di misura non può essere ancora considerato un settore consolidato in virtù delle problematiche di funzionamento degli apparati elettronici e a fronte di un processo di installazione degli <i>smart meter</i> lontano dal suo completamento. Non si può avere certezza che i distributori potranno rientrare completamente dei costi sostenuti.

Fonte: Oxera.

In sintesi, i principali aspetti che caratterizzano il rischio sistematico sono in crescita.

Vi sono inoltre a livello nazionale numerosi sviluppi che, sebbene non riflettano necessariamente il livello di rischio sistematico, danno evidenza di una crescente rischiosità del settore, fenomeno in contrasto con la prospettiva di marcata riduzione del WACC a seguito dell'aggiornamento del parametro β_{asset} .

- le prospettive di decarbonizzazione riducono l'attrattività del settore (cfr. lo stop al supporto delle infrastrutture delle reti gas tradizionali a partire dal 2022 da parte della Banca Europea per gli Investimenti);⁸
- il DCO 410/2019 non modifica in modo significativo il livello di rischio relativo al riconoscimento degli investimenti. Per gli interventi di sostituzione, i criteri individuati sono ancora in larga parte di natura qualitativa e pertanto non riducono l'incertezza sulla riconoscibilità degli investimenti;
- la riduzione della prescrizione nei casi di rilevanti ritardi nella fatturazione per responsabilità del venditore o del distributore gas da 5 a 2 anni comporta un incremento dei rischi legati ai mancati versamenti;

⁸ European Investment Bank (2019), *EIB Energy Lending Policy*, novembre pagg. 3-4.

- il Decreto Ministeriale del 10/05/2018⁹ ha introdotto alcune novità significative nella disciplina del meccanismo dei Certificati Bianchi, aumentando i profili di rischio per gli operatori.

In conclusione, poiché i profili di rischio del settore gas in Italia rimangono significativi e non appaiono inferiori rispetto agli ultimi anni, si ritiene congruo applicare un livello del β^{asset} non inferiore a quello attuale, pari a 0,439. In virtù degli ulteriori rischi rilevati per la misura gas, si ritiene giustificabile una maggiorazione del β^{asset} rispetto a quello relativo alla distribuzione gas e che, pertanto, l'allineamento tra i due settori non sia fondato.

⁹ Ministero dello Sviluppo Economico, *Decreto 10 maggio 2018*, G.U. n.158 del 10/07/2018.

www.oxera.com