

COMMENTI E OSSERVAZIONI AL DOCUMENTO PER LA CONSULTAZIONE 342/2022/R/COM – TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO: ORIENTAMENTI PER LA DEFINIZIONE DEL PARAMETRO BETA (β) E L'AGGIORNAMENTO DEI PARAMETRI PER IL SUB-PERIDO 2025-2027

Con il presente documento, il Gruppo A2A formula le proprie considerazioni in relazione agli orientamenti illustrati dall'Autorità nel **Documento per la Consultazione 342/2024/R/Com** (di seguito "il Documento") riguardanti la definizione del **parametro β asset** (o β *unlevered*), l'aggiornamento dei **parametri comuni del WACC** e l'eventuale conferma del **meccanismo di trigger**, interventi regolatori che si collocano nell'ambito di quanto disposto dalla Delibera 614/2021/R/COM e dal relativo Allegato A (TIWACC 2022- 2027).

Premessa

In termini generali, si ritiene che il Documento fornisca un'informativa completa ed esaustiva delle analisi e degli approfondimenti svolti da ARERA ai fini della fissazione del WACC relativo al sub-periodo 2025-2027. In esso, infatti, vengono, descritti dettagliatamente i risultati derivanti dall'applicazione di **specifiche valutazioni tecniche** finalizzate soprattutto a definire il campione di imprese di riferimento, la frequenza e il periodo di osservazione che garantiscano la maggiore "robustezza statistica", nonché l'approccio metodologicamente più idoneo a stimare il **β di ciascun settore**, valutandone contestualmente operazioni di *adjustment* e ponderazione (cfr. correzione di Blume) per consentire l'utilizzo anche prospettico di tale parametro.

Per quanto riguarda i **restanti parametri**, l'Autorità, in continuità con l'attuale quadro regolatorio, intende applicare i **metodi** di aggiornamento **già definiti** dal TIWACC, ivi incluso, per la valorizzazione del **parametro kd** (costo del debito), l'**aumento** dal **33%** al **66%** del **parametro γ** di **ponderazione** del peso del **debito "vecchio"** (fisso e pari al 2,4%) e del **debito "nuovo"**, quest'ultimo calcolato a sua volta sulla base degli indici *iBoxx spot* (peso attuale: 15%) e *iBoxx 10y* (peso attuale: 85%).

Con particolare riferimento al **parametro kd**, sebbene non sia oggetto di consultazione, si ritiene opportuno porre all'attenzione dell'Autorità alcune specifiche **valutazioni sul peso ad oggi attribuito al debito esistente** (85% della media negli ultimi 10 anni dei rendimenti dell'*iBoxx* BBB relativo alle obbligazioni non finanziarie con *maturity* di 7-10 e 10+ anni) **e a quello di nuova emissione** (15% del valore spot del rendimento del medesimo indice).

Le riflessioni che verranno riportate di seguito partono dalla necessità, evidenziata in diversi ambiti dalla stessa Commissione Europea e da recenti Paper, di **incrementare in misura significativa gli investimenti per lo sviluppo della rete di distribuzione elettrica in Europa e in Italia**, coerentemente con le sfide poste dal mutato assetto del sistema elettrico e dal cambiamento climatico. Sarà, pertanto, sempre più rilevante **introdurre nel mix di interventi** previsti dai Distributori anche **nuove soluzioni tecnologiche** e **innovativi modelli di mercato**, quali ad esempio quelli relativi all'approvvigionamento dei servizi di flessibilità, che abilitino la gestione dinamica dei picchi di consumo sulla rete.

Al fine di favorire a livello europeo e italiano la diffusione e la contestuale adozione di tecnologie

sempre più performanti ed economicamente accessibili, garantendo nel contempo la **sostenibilità finanziaria** delle imprese di distribuzione elettrica, risulterà parimenti importante introdurre un **quadro normativo e regolatorio adeguatamente incentivante e abilitante**.

In particolare, secondo le stime della **Commissione Europea**, riportate nello studio *“Il ruolo della distribuzione elettrica per una transizione energetica sicura”* realizzato da TEHA Group in collaborazione con Enel S.p.A., più del **60%** degli **investimenti** previsti nella rete elettrica europea **al 2030** sarà destinato all'**infrastruttura di distribuzione** (circa **351 miliardi di Euro**), interventi che gli operatori dovranno effettuare per far fronte ad alcune rilevanti dimensioni strategiche, tra cui la gestione dell'aumento della **domanda di nuovi allacci** dettata dalla crescente elettrificazione, il **rafforzamento** della **capacità della rete** al fine di gestire il flusso inverso di energia proveniente dalle fonti rinnovabili, la **diffusione** degli **smart meter**, la **digitalizzazione dei sistemi** e l'automazione delle sottostazioni per aumentare la **flessibilità della rete**, ridurre i tempi di intervento e implementare misure di **cybersecurity**.

Sempre a **livello europeo**, secondo le analisi di **Eurelectric**, già **tra il 2020 e il 2023** gli investimenti annui nella rete di distribuzione sono aumentati del **24%**, passando da 29 miliardi di Euro del 2020 a 36 miliardi di Euro investiti nel 2023. Tuttavia, per far fronte alle sfide sopra elencate, gli **investimenti annui** sono previsti in ulteriore aumento del **80%** tra il 2024 e il 2050, arrivando ad un valore pari a **65 miliardi di Euro all'anno** nei **prossimi 27 anni** (**+1,9 volte** al 2050 rispetto alla media del periodo 2020 – 2023).

Investimenti annui per lo sviluppo della rete di distribuzione elettrica in Europa (miliardi di Euro)

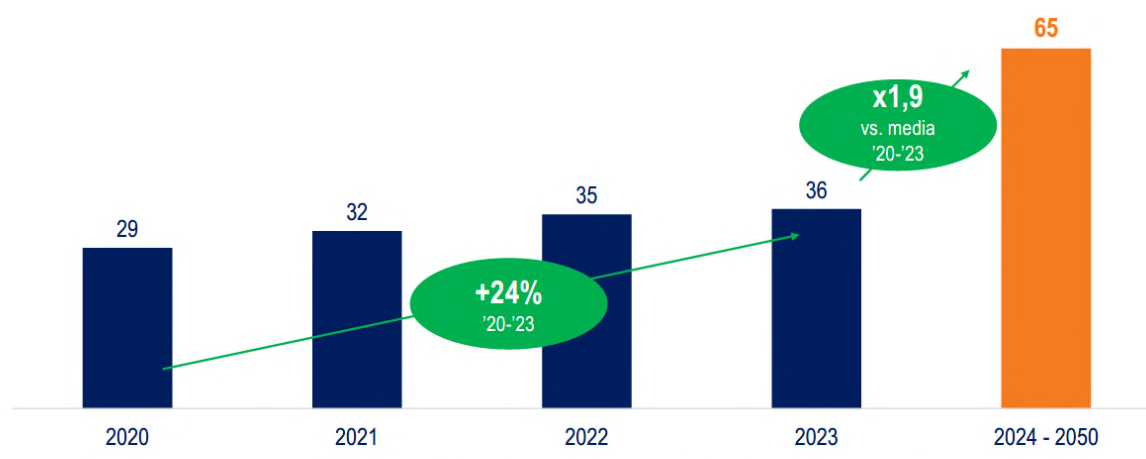


Figura 42. Investimenti annui storici e attesi nella rete di distribuzione in Europa (miliardi di Euro), 2020, 2021, 2022, 2023 e 2024-2050. Fonte: elaborazione TEHA Group su dati Eurelectric, 2024.

Passando poi ad una valutazione focalizzata solo sull'**Italia**, il report di TEHA indica che tra il 2025 e il 2034 sono previsti circa **6 miliardi di Euro** di **investimenti medi annui** nella rete di distribuzione elettrica.

Per inquadrare il fenomeno nella sua interezza, va comunque tenuto presente che già **tra il 2018 e il 2023** si è evidenziato un **raddoppio degli investimenti** passando da **1,8 miliardi di Euro** nel **2018** a **3,7 miliardi** investiti nel **2023** e, analizzando gli ultimi business plan presentati dai principali

operatori del settore, nel 2024 emergono valori pari a **4,7 miliardi di Euro** di nuovi progetti di sviluppo (**1,8 volte** superiore rispetto alla **media del 2018 – 2023**).

Questi trend sottolineano il **ruolo cruciale** svolto dall'**infrastruttura elettrica** nell'abilitare la **transizione energetica** (oltre il 70% della capacità di produzione **rinnovabile** aggiuntiva da installare entro il 2030 in Italia verrà infatti **connessa** alla **rete di distribuzione**) e lo sforzo sostenuto concretamente già oggi dagli operatori per far fronte alle crescenti sfide che stanno interessando il settore della distribuzione (nel 2023 effettuate in Italia **oltre 370 mila connessioni**, **7 volte** il numero registrato nel 2014, con un valore **cumulato** pari **1,6 milioni**).

Investimenti annui per lo sviluppo della rete di distribuzione elettrica in Italia (miliardi di Euro)

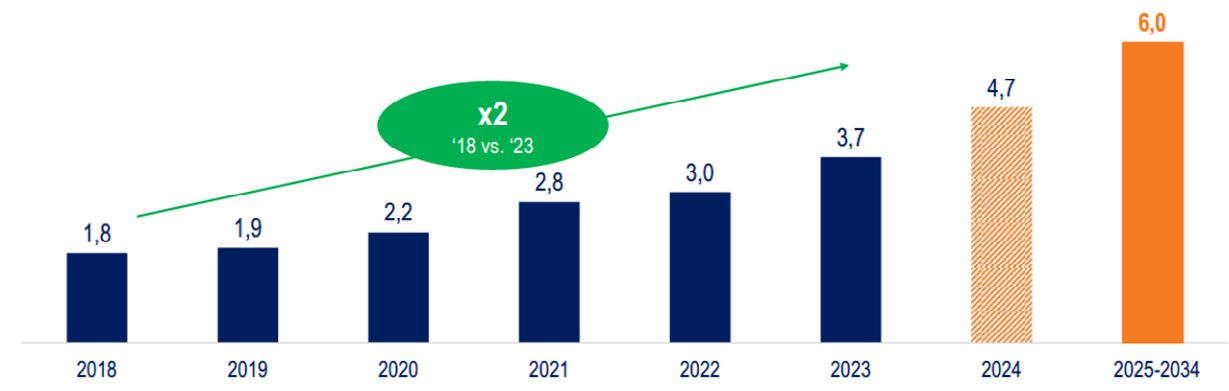


Figura 43. Investimenti annui per lo sviluppo della rete di distribuzione elettrica in Italia (miliardi di Euro), 2018-2024 e 2025-2034. *Fonte: elaborazione TEHA Group su dati Eurelectric e principali operatori del settore, 2024. N.B.: Gli investimenti considerano i principali operatori di distribuzione italiani. L'anno 2024 considera piani industriali e proiezioni di investimento dei principali operatori di distribuzione italiani.*

Quanto sopra esposto è assolutamente applicabile anche ai **piani di sviluppo** previsti dalle **società di distribuzione elettrica del Gruppo A2A**, che presentano un **significativo trend di crescita degli investimenti previsti** nel periodo **2024-2034**.

[Omissis]

In considerazione del contesto sopra descritto, emerge la conseguente necessità in capo agli operatori di realizzare già nel **breve e medio termine importanti e crescenti investimenti** nella rete di distribuzione elettrica al fine di continuare a **garantire** le **ottime performance** che contraddistinguono il sistema italiano in termini di efficienza e ottimizzazione nella messa in esercizio delle iniziative di sviluppo, di innovazione tecnologica e qualità del servizio senza comportare un significativo rialzo dei costi tariffari agli utenti finali.

Si ritiene, pertanto, una **conditio sine qua non** la predisposizione, da parte del regolatore, di un

sistema **normativo-regolatorio** in grado di **salvaguardare la stabilità economica-finanziaria e un corretto livello di marginalità degli operatori** in modo da evitare potenziali ritardi nella realizzazione dei piani di sviluppo e una **erosione della capacità di investimento**

Questo requisito determina quindi la necessità di **apportare**, nella modalità di calcolo del **costo del debito Kd**, una **revisione dei pesi** attribuiti al **debito esistente** e a quello di **nuova emissione** (valore spot del rendimento del suddetto indice). Tendo conto di quanto appena evidenziato relativamente agli **investimenti previsti** dalle imprese di distribuzione di energia elettrica italiane – e in particolare da quelle appartenenti al Gruppo A2A –, della conseguente **crescita della RAB EE** nel periodo 2024-2034 e di un **rapporto D/E** pari a 1, come ad oggi previsto dalla regolazione, è possibile **stimare in oltre il 25%** la quota di **nuova RAB** da **finanziare a debito** e, di conseguenza, assumendo pari a 100 il valore del debito all'inizio del periodo regolatorio ROSS, **appare più opportuno aumentare il peso del debito di nuova emissione ad almeno il 25%** dell'ammontare complessivo del debito.

Infine, nel documento l'Autorità propone di confermare il **meccanismo di trigger** annuale per l'aggiornamento del WACC **abbassandone**, tuttavia, la **soglia di variazione assoluta** necessaria per la sua **attivazione** dallo 0,5% allo **0,3%**, proposta che, in uno scenario di tassi d'interesse in riduzione, come quello oggi atteso dal mercato finanziario, comporterebbe una maggiore probabilità di revisione al ribasso del WACC, cosa che sarebbe evidentemente in contraddizione con le evidenze appena esposte relativamente all'ammontare di investimenti necessari.

Sintesi delle valutazioni del Gruppo A2A

Alla luce delle considerazioni dettagliate nel seguito e al fine di semplificare la lettura del presente documento, si sintetizzano i principali punti di attenzione che si intende evidenziare.

- A2A ritiene **necessario** utilizzare, nell'ambito del processo di **de-leveraging** del parametro β **levered**, la capitalizzazione di mercato (di seguito "**Market Cap**") per la valorizzazione del capitale proprio (parametro **E**) anziché il valore di libro del capitale sociale (di seguito: **Book Value**). Il Book Value, infatti, oltre a **non** essere **rappresentativo** del **valore intrinseco** di un'impresa **non** considerando le **prospettive di crescita** e i **profitti** futuri ma soltanto il valore degli asset attuali, **non riflette** l'impatto delle **variabili esogene** che contribuiscono a **determinare il rischio** del *business*, come, ad esempio, il contesto macroeconomico e lo scenario energetico, variabili, quest'ultime, che influenzano il β **levered**.
- A2A ritiene più corretto effettuare la selezione del **campione di imprese** del settore utilizzato per la stima del parametro β considerando non la quota di ricavi, bensì la **quota di Ebitda che deriva da business regolato**. Si ritiene infatti che i ricavi non siano rappresentativi del guadagno industriale dell'azionista, oltre ad essere esposti a variazioni, anche repentine, dei prezzi (di beni e commodity) derivanti da fenomeni esogeni (cfr. crisi energetica 2022/2023). L'approccio basato sull'Ebitda è adottato, inoltre, anche dalle agenzie di *rating* nell'ambito della valutazione del *business risk profile* delle Società. Se si adottasse tale criterio, rientrerebbe **nel campione della Distribuzione Elettrica** anche **Enel**, che, come Gruppo, presenta un Ebitda derivante da business regolato (ovvero a basso rischio) superiore al 35% negli ultimi due esercizi.

- A2A evidenzia che, a **partire da inizio 2024**, è in corso un **trend di crescita** del parametro β . Appare conseguentemente opportuno, per i settori Trasmissione Elettrica, Trasporto Gas e Distribuzione Gas, **confermare** il valore puntuale riconosciuto per il periodo 2022-2024. Per il settore **Distribuzione Elettrica**, invece, occorre **rivedere** al **rialzo** il β come da campione di riferimento.
- A2A ritiene preferibile utilizzare **indici di riferimento europei** - e non nazionali - come **proxy di mercato** per l'**analisi di correlazione** per il calcolo del **parametro β** . In questo modo, infatti, verrebbero **sterilizzati** eventuali **effetti distorsivi** nella regressione derivanti dal peso che il singolo titolo può avere nel paniere costituente il proprio indice nazionale.
- A2A ritiene **necessario** l'utilizzo del **tax rate** nella sua formulazione **normalizzata**, in coerenza con quanto già peraltro adottato da ARERA nel primo sub-periodo 2022-2024 del WACC.

In relazione all'opportunità di confermare il **meccanismo di trigger** e al **dimensionamento della soglia di attivazione**, riteniamo che, pur concordando con il mantenimento di tale meccanismo, in un contesto di mercato volatile quale quello attuale, ridurre la soglia di applicazione possa rischiare di **riflettere**, nei parametri che compongono il WACC, degli **shock temporanei di mercato** piuttosto che dei cambiamenti strutturali. Per questo motivo, appare più **opportuno il mantenimento di 50bps**, come per il precedente periodo, quale soglia per l'applicazione del meccanismo rispetto alla riduzione a 30bps. Infatti, è l'esistenza stessa del meccanismo, piuttosto che la soglia che ne determina l'attivazione, a garantire l'allineamento del WACC a eventuali cambiamenti delle condizioni di mercato.

Nel seguito del documento saranno ulteriormente **approfondite** e **circostanziate** le osservazioni del Gruppo A2A sopra sintetizzate con l'obiettivo di individuare le opportune **modifiche e/o correttivi ai criteri regolati oggi stabiliti nel TIWACC**.

Spunti di consultazione

S1. Osservazioni rispetto alle modalità di de-leveraging.

A2A **concorda** con la proposta avanzata nel documento in merito alla **modalità di de-leveraging**, che si basa sulla *formula di Hamada*, generalmente utilizzata anche nella prassi valutativa.

Tuttavia, come già precedentemente evidenziato, per quanto riguarda il **rapporto D/E** da utilizzare per **passare dal β equity al β asset** delle singole Società, ai fini della determinazione del valore dell'equity, riteniamo **più corretto** l'utilizzo della **Market Cap**, che riflette il *fair value* dell'equity, rispetto al *Book Value* del capitale sociale (che rimane un valor di libro, aggiornato trimestralmente). Il *Book Value*, infatti, oltre a **non** essere **rappresentativo** del **valore intrinseco** della Società in quanto non considera le prospettive di crescita e i profitti futuri bensì soltanto il valore degli asset attuali, **non riflette l'impatto delle variabili esogene** che **contribuiscono** a determinare il **rischio** del business, come il contesto macroeconomico e lo scenario energetico. Tali variabili **influenzano** il **β levered** (funzione del prezzo azionario della Società e dell'indice di riferimento), che, pertanto, dovrebbe essere **de-levereggiato** utilizzando una **leva (D/E)** che a sua volta rifletta l'**impatto dei medesimi rischi**.

[Omissis]

Infine, si evidenzia che se per l'operazione di *de-leveraging* fosse preso a riferimento il *Book Value*, in ogni caso, dovrebbe essere ancorato all'intero patrimonio netto di pertinenza (escludendo quindi interessenze di terzi) delle singole Società e non al solo capitale sociale. Tale approccio permetterebbe, infatti, di cogliere, a titolo esemplificativo, anche eventuali apporti di capitale degli azionisti iscritti a riserve oltre che gli utili generati anno su anno dalle singole Società e non distribuiti agli azionisti.

S.2. Osservazioni rispetto al campione di imprese.

Per quanto riguarda la modalità di selezione del campione di imprese, A2A ritiene **più corretto** basare l'analisi della rischiosità del business sull'**incidenza dell'Ebitda regolato** (come fanno le agenzie di rating S&P e Moody's per determinare il **business risk profile delle Società**) piuttosto che su quella dei ricavi che derivano da business regolato. I *business Power Generation* e, soprattutto, *Retail* sono infatti caratterizzati da ricavi e costi direttamente correlati ai **prezzi** delle commodities: in situazioni di crescita repentina dei prezzi -come peraltro accaduto durante la crisi energetica del 2022/2023 - si avrebbe un aumento sia dei ricavi che dei costi.

Ciò che invece rileva per l'investitore, che è riflesso nel prezzo azionario e di conseguenza nel β levered, è l'Ebitda, nel quale questa dinamica di crescita e diminuzione del peso di ciascun business legata ai prezzi delle commodities viene calmierata. **Impiegando l'approccio basato sull'Ebitda regolato, Enel, principale distributore elettrico in Italia, dovrebbe essere inclusa nel campione della Distribuzione Elettrica**, in quanto l'incidenza del business regolato su un Gruppo come Enel, in cui una parte rilevante è ricoperta dal *business Power Generation e Retail*, dovrebbe essere indagata sull'Ebitda e non sui ricavi. Dai dati di bilancio 2023 e 2022 del Gruppo Enel (riportati di seguito) si può, infatti, notare che il **peso dell'Ebitda** del segmento **Enel Grids** sia sempre **superiore al 35%**. In aggiunta, ai fini della valutazione del β levered, sembra più corretto considerare tutto l'Ebitda generato nel mondo Reti di Enel, in quanto, in tutti i Paesi in cui opera, tale business è soggetto a regolazione (quindi con un livello basso di rischio che viene riflesso nel β).

Reported EBITDA (€mn)¹

	Conventional Generation & Global Trading		Enel Grids		EGP		Enel X Global Retail ²		Services & Other		Total	
	FY 2023	FY 2022	FY 2023	FY 2022	FY 2023	FY 2022	FY 2023	FY 2022	FY 2023	FY 2022	FY 2023	FY 2022
Italy	2.552	2.578	3.566	3.676	555	(564)	4.039	529	56	88	10.768	6.307
Iberia	727	2.587	1.648	1.615	820	631	723	414	(239)	(17)	3.679	5.230
Rest of World	(219)	523	2.261	3.274	3.836	3.405	408	554	(134)	(126)	6.152	7.630
Latin America	(162)	535	2.260	3.282	2.804	2.319	424	560	(132)	(117)	5.194	6.579
Argentina	(322)	76	(54)	88	5	21	5	35	(5)	(3)	(371)	217
Brazil	(15)	(55)	1.472	1.276	549	506	220	238	(37)	(22)	2.189	1.943
Chile	49	337	102	1.219	1.178	746	75	82	(89)	(92)	1.315	2.292
Colombia	(23)	26	517	487	743	674	79	151	-	-	1.316	1.338
Peru	153	153	223	213	224	203	45	54	(1)	-	644	623
Other	(4)	(2)	-	(1)	105	169	-	-	-	-	101	166
Rest of Europe	-	8	1	(8)	160	7	(2)	28	-	(8)	159	27
North America	(57)	(20)	-	-	730	986	(11)	(24)	(2)	(2)	660	940
Africa, Asia & Oceania	-	-	-	-	142	93	(3)	(10)	-	-	139	83
Row Elisions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
Other	7	9	(14)	549	(33)	5	(12)	305	(292)	(117)	(344)	751
Total	3.067	5.697	7.461	9.114	5.178	3.477	5.158	1.802	(609)	(172)	20.255	19.918

[Omissis]

Per quanto riguarda il **parametro di selezione** relativo al **merito creditizio**, si ritiene che la società **Transgaz** dovrebbe essere **esclusa** dal **campione** relativo al Trasporto Gas in quanto ha un **rating più basso** rispetto a tutte le altre Società considerate (a 1 *notch* dal *sub investment grade*), oltre ad avere una Market Cap inferiore rispetto al resto del panel.

S.3. Osservazioni rispetto all'opportunità di applicare la correzione di Blume ai valori del beta (β) raw, fornendo elementi giustificativi, e di differenziare il trattamento tra i settori, anche per tenere conto della differente rappresentatività dei campioni.

A2A **concorda** con il **ricorso alla formula di Blume** per cogliere l'assunzione in base alla quale nel lungo periodo tutti i valori del β *levered* convergono verso il valore 1 e, in particolare, per evitare di sottostimare il costo dell'equity per le Società con β minore di 1 (*low-beta bias*) e di sovrastimarne nel caso di Società con β maggiore di 1 (distorsione che si crea, in caso di utilizzo del β *raw*, per via del fatto che la relazione tra rendimenti dei titoli azionari e rendimento del mercato effettiva è diversa rispetto alla relazione prevista nel CAPM). In via prudenziale, l'applicazione della media tra β *raw* e β *adjusted* potrebbe trovare fondamento in presenza di una crescita del business non regolato e in caso di β *raw* superiori a 1.

S4. Osservazioni rispetto alla frequenza delle osservazioni.

A2A **concorda** con l'**esclusione** di osservazioni mensili. Si ritiene più **opportuno** il ricorso a **osservazioni settimanali** rispetto a quelle giornaliere in quanto i titoli delle imprese incluse nel campione potrebbero non essere così liquidi da reagire alle informazioni di mercato tanto rapidamente quanto l'indice con il quale vengono messe in relazione per il calcolo del β . Pertanto, al fine di garantire un allineamento nelle variabili che impattano titoli e indici **si considera migliore la frequenza settimanale**.

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

Come noto, nell'ambito del *Capital Pricing Model (CAPM)* il beta quantifica la rischio sistematica - quindi **non diversificabile** - di un titolo azionario/asset e ne rappresenta il **coefficiente di correlazione** tra il suo **rendimento** rispetto ad una **variazione** percentuale di quello di **mercato**.

Pertanto, la **scelta** della **proxy** di **mercato**, essendo importante per ottenere una **stima del beta statisticamente significativa**, dovrà essere **rappresentativa** del **portafoglio** di **tutte le attività rischiose** a disposizione degli investitori e quindi basarsi sui **seguenti criteri**:

- i. **inclusione di un numero di asset ampio e diversificato** tale da coprire diversi settori, industrie, paesi, regioni e classi di rischio. Ciò garantirebbe che la proxy del mercato catturi i movimenti e le tendenze complessive del mercato e rifletta l'esposizione diversificata al rischio degli investitori. Nel caso di una proxy ristretta o omogenea, come nell'ipotesi di indici finanziari nazionali, l'analisi potrebbe trascurare alcuni importanti fattori di rischio e sottostimare eventuali effetti distorsivi nella regressione derivanti dal peso che il titolo ha

nel paniere costituente il proprio indice nazionale di riferimento;

- ii. **presenza di una correlazione e un comovimento elevati e positivi tra la proxy di mercato e i rendimenti del titolo** che si sta valutando, garantendo in questo modo di rifletterne correttamente il rischio sistematico, ossia quello che non può essere eliminato dalla diversificazione dell'asset allocation ed è guidato da fattori comuni che influenzano il mercato nel suo complesso.

Alla luce di quanto appena evidenziato, A2A ritiene che gli **indici azionari di riferimento** da adottare come **proxy di mercato** per l'analisi di **correlazione**, siano, per i Paesi dell'Eurozona, quelli **europei** (come, ad esempio, STOXX 600 Europe) al fine di sterilizzare possibili bias statistici. Per i Paesi che non hanno come valuta l'Euro, si concorda, invece, con l'utilizzo di indici nazionali.

S6. Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.

A2A ritiene **corretto** prendere in esame un periodo di **5 anni** (in questo caso 2019-2023), in modo da **neutralizzare** shock **temporanei** di mercato avvenuti negli ultimi anni.

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

Nessuna osservazione.

S8. Osservazioni rispetto alle conclusioni sui valori del parametro beta (β)

A2A **non** ritiene **adeguata** né correttamente **percorribile** l'applicazione di un **cap** al parametro β calcolato sui corsi azionari dei titoli identificati all'interno del paniere di riferimento, né tantomeno fare riferimento a **decisioni** di **altri Regolatori europei**, anche adottate in **periodi passati** e, soprattutto, con **riferimento a contesti non comparabili a quello italiano**.

Non vi sono, infatti, **riferimenti** rintracciabili nella **letteratura finanziaria** che suggeriscano, ai fini della determinazione del β , un **confronto** con **precedenti regolatori**.

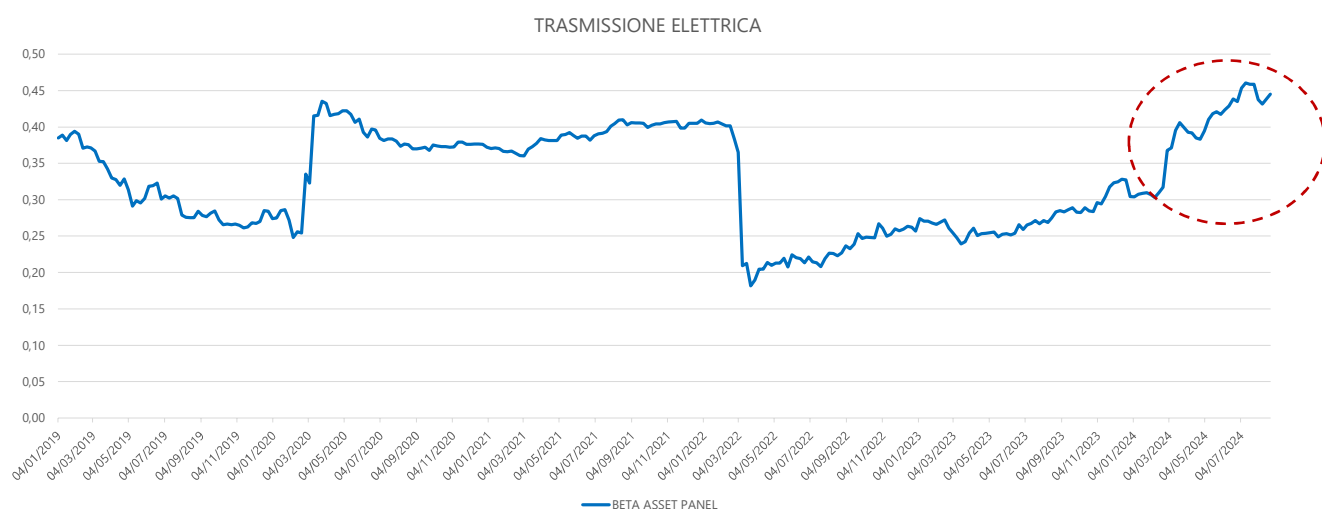
Premesso ciò, le **risultanze** emerse dalle **analisi interne** portano a concludere che, per tutti e **quattro i settori**, il periodo 2022-2023 ha visto un β medio inferiore rispetto al quinquennio 2019-2023, come effetto del **riassorbimento** del **periodo Covid** e senza particolari impatti dalla crisi delle commodities di fine 2021 e della successiva crisi geopolitica verificatasi nel corso del 2022.

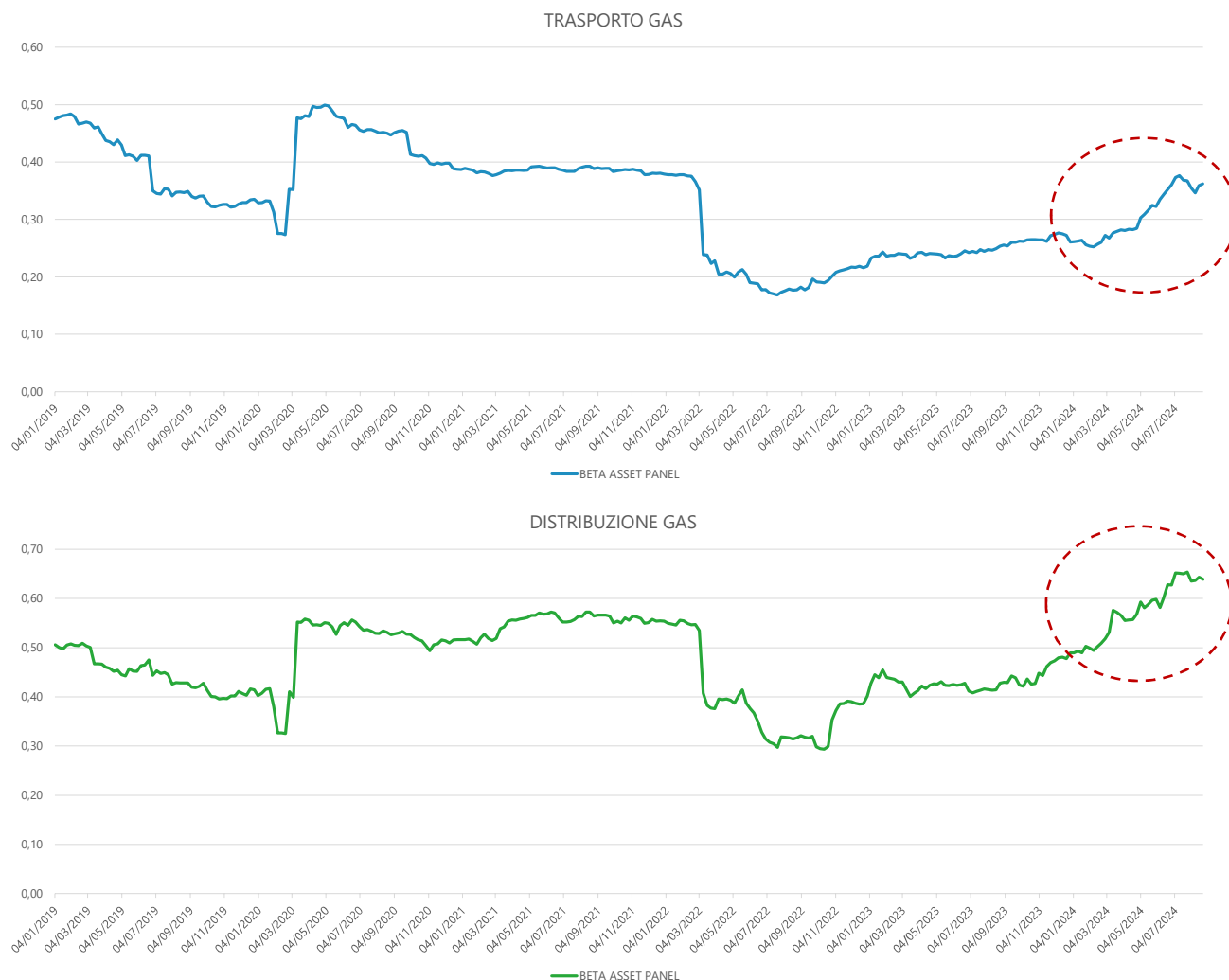
Rispetto a quella utilizzata nel documento in esame, la **metodologia interna** adottata da A2A si differenzia per i seguenti aspetti:

- il **β equity** di ciascuna Società è un **2 years weekly** calcolato come **regressione** del titolo rispetto al **MSCI Europe Index** di **Morgan Stanley** (fonte **Bloomberg**);
- Il **rapporto D/E** è calcolato utilizzando, come **equity**, la **Market Cap** (a tal proposito, cfr. S1); ciò comporta una variazione del rapporto D/E ad ogni rilevamento (settimanale, vedi punto precedente). Inoltre, essendo la **Market Cap** tendenzialmente sempre maggiore rispetto al capitale sociale, il rapporto D/E tende a essere inferiore rispetto a quello calcolato con la metodologia utilizzata nel Documento.

Nonostante le differenze nei risultati finali, i trend osservati e le conclusioni appaiono allineati. Se

si estendono le analisi anche al **primo semestre del 2024**, si nota un **trend in crescita in tutti e quattro i settori**, come mostrato nei grafici seguenti.





Fonte: Bloomberg

Alla luce di quanto evidenziato sopra, appare opportuno, per i settori Trasmissione Elettrica, **Trasporto Gas** e **Distribuzione Gas**, **confermare** il valore puntuale **riconosciuto per il periodo 2022-2024**. Per il settore **Distribuzione Elettrica**, invece, occorre **rivedere al rialzo** il β come da campione di riferimento.

Infine, con riferimento al settore **Distribuzione Elettrica**, come già evidenziato al punto S2 del presente documento, si ritiene opportuna l'**inclusione di Enel nel campione di peers**, mentre per il settore Trasporto Gas concordiamo con quanto proposto relativamente alle Società Fluxys Belgium e Transgaz.

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

Tramite le nostre analisi abbiamo ricavato un β **maggiore per le attività di downstream** (distribuzione) rispetto alle attività di *upstream* (trasmissione e trasporto). Riteniamo, dunque,

corretto che il regolatore riconosca un **β superiore per i servizi di Distribuzione Elettrica e Distribuzione Gas**, in linea con quanto viene fatto da altri Paesi.

Inoltre, alla luce delle nostre verifiche, confermiamo che il β della Trasmissione Elettrica risulta inferiore rispetto a quello del Trasporto Gas, mentre il β delle attività di Distribuzione Elettrica risulta allineato a quello della Distribuzione Gas.

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

Nessuna osservazione.

S11. Osservazioni sulla decorrenza e la durata dei valori.

Nessuna osservazione.

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

A2A ritiene necessario che l'Autorità **confermi** la **normalizzazione** quale metodo di calcolo del **tax rate**, in **continuità** e **coerenza** con l'impostazione peraltro già adottata nel primo sub-periodo 2022-2024 (cfr. art. 6.1 del TIWACC e art. 9.5 della Relazione Tecnica).

Inoltre, il livello di incidenza fiscale T proposto da ARERA per il secondo semi-periodo WACC pari a circa il 28%, in riduzione rispetto al 29,5% incluso nel WACC attualmente in vigore, risente necessariamente della mancata rilevazione dei dati contabili delle imprese infrastrutturali del settore elettrico e gas relativi al 2023, anno che ai sensi del comma 6.1 del TIWACC dovrebbe essere considerato, insieme al 2022, per fissare la percentuale di *tax rate*. Premesso ciò e considerando pertanto tale percentuale come una indicazione "transitoria", A2A ritiene opportuno **richiamare i risultati, condivisi** peraltro con la stessa **Autorità** attraverso l'invio a metà giugno 2024 di una **Nota informativa specifica**, emersi da una raccolta dati svolta da Utilitalia sui bilanci 2022-2023 di un panel di 13 aziende che operano nei servizi infrastrutturali regolati.

L'**incidenza fiscale media** per il **biennio 2022-2023** calcolata da Utilitalia, basata su una metodologia di **normalizzazione**, risulta pari a **30,12%**, [Omissis].

Come già sopra anticipato, si sottolinea che, ai fini di una corretta quantificazione del parametro in oggetto, è **imprescindibile** adottare un **processo di normalizzazione dei dati di bilancio** (ossia, l'utile ante imposte e le imposte sul reddito di bilancio) in modo tale da **sterilizzare** effetti riconducibili a: (i) **operazioni straordinarie** (a titolo esemplificativo e non esaustivo: cessioni asset in *Participation Exemption* e svalutazione di cespiti o partecipazioni non rilevanti fiscalmente), (ii) particolari **incentivi** derivanti dalla **normativa fiscale** (ad esempio in relazione a Maxi, Iper ammortamenti per beni strumentali) e (iii) ad **ogni altro aspetto** di natura **contingente** come le differenze attribuibili a rettifiche sulla stima delle imposte di anni precedenti.

Come noto, infatti, il contesto legislativo italiano in ambito fiscale risente di **diverse agevolazioni fiscali a carattere temporaneo**, volte, con particolare riferimento ai settori interessati dalla presente consultazione, ad incentivare il rinnovamento tecnologico delle infrastrutture energetiche del Paese. Pertanto, l'utilizzo dei Conti Annuali Separati (CAS) quale fonte contabile per fissare il tax rate da utilizzare nel WACC *real pre-tax* potrebbe scontare un **difetto di**

granularità informativa necessaria invece per determinare un livello di imposizione fiscale depurato da eventuali poste straordinarie e non ricorrenti, obiettivo ottenibile solo attraverso un **processo di normalizzazione**.

Conseguentemente, sarebbe infine auspicabile l'avvio da parte di ARERA di **un'opportuna raccolta dati relativa alle annualità 2022-2023** anche al fine di garantire un corretto contraddittorio con le Parti interessate e non incorrere in un **difetto di istruttoria**.

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

A2A **non** ritiene **opportuno** adottare un peso **differenziato** della fiscalità per i diversi settori regolati.

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

Nessuna osservazione.

S15. Osservazioni sul meccanismo di trigger.

In un contesto di mercato volatile, ridurre la soglia per l'applicazione del meccanismo di trigger rischia di intercettare cambiamenti temporanei nelle condizioni di mercato, che verrebbero, quindi, riflessi nei parametri che compongono il WACC. Per questo motivo, appare più **opportuno il mantenimento di 50bps**, come per il precedente periodo, quale soglia per l'applicazione del meccanismo rispetto alla riduzione a 30bps, in modo tale da **riflettere cambiamenti strutturali del mercato** ed **evitare l'influenza di shock transitori**. Infatti, è l'esistenza stessa del meccanismo, piuttosto che la soglia che ne determina l'attivazione, a garantire l'allineamento del WACC a eventuali mutate condizioni di mercato.

Conclusioni

Pur valutando positivamente le principali proposte dell'Autorità contenute nel Documento, si auspicano **alcuni interventi** che avrebbero come principale obiettivo quello di rendere **maggiormente rispondente** la quantificazione del **WACC** alle reali **caratteristiche economico-finanziarie** e di **rischiosità** delle società regolate interessate dal procedimento in analisi.

In particolare si fa riferimento ad alcuni aspetti metodologici che l'Autorità potrebbe adottare dal 2025 per il calcolo del **β asset** e del **tax rate**, nonché del **costo del debito (kd)**.

Riguardo al tema del **β asset**, risulta in primo luogo importante porre l'attenzione al **contesto sempre più complesso e sfidante** in cui le società esercenti il servizio di **distribuzione di energia elettrica**, si trovano oggi ad operare, soprattutto in considerazione dell'aumento del **numero** e della **portata innovativa** delle **attività** che il distributore è chiamato a svolgere, oltre che dalla significativa incertezza normativa generata dall'**approssimarsi del termine per il rinnovo delle concessioni**. E' certamente un dato di fatto che il recente passaggio ad un metodo di riconoscimento tariffario basato sul ROSS, la crescente applicazione di criteri regolatori basati su una logica output-based e la transizione energetica in atto pongono le imprese di fronte a **sfide** e **cambiamenti**, che, se da una parte apporteranno rilevanti esternalità positive per il sistema e

per gli utenti finali, dall'altra **già oggi impongono necessariamente ai distributori degli sforzi d'investimento molto importanti**, con la conseguente necessità di adottare da parte loro degli "strumenti di azione e di pianificazione strategica" che consentano una gestione efficiente del **maggiore rischio operativo**. In considerazione dell'aumento di rischio sopra richiamato, riteniamo quindi opportuno che ARERA accolga i correttivi proposti da A2A in materia di metodologia di calcolo del β (i.e. inclusione di Enel nel campione di società della distribuzione elettrica, indici di riferimento di tipo europei nella proxy di mercato della regressione, modifica dei pesi da attribuire al debito esistente e al nuovo debito), che risultano in linea con quanto evidenziato dalla stessa Utilitalia nel proprio documento di Osservazioni alla luce dei risultati emersi dall'analisi commissionata alla società di consulenza BRG.

In relazione al parametro **tax rate**, si ritiene necessario che l'Autorità **confermi la normalizzazione** quale metodo di calcolo del tax rate, in continuità e coerenza con l'impostazione peraltro già adottata nel primo sub-periodo 2022-2024. A2A infatti ritiene che il **tax rate normalizzato** sia da considerarsi il **parametro che più correttamente identifica la "vera" imposizione fiscale** sopportata dalle società dei settori regolati dell'energia elettrica e del gas.

Per quanto riguarda infine il parametro **kd**, A2A ritiene opportuna una **revisione dei pesi** attribuiti al **debito esistente** (*iBoxx 10y*) e a quello di **nuova emissione** (*iBoxx spot*) in modo che il WACC regolatorio **approssimi al meglio il roll-over** del debito degli operatori infrastrutturali influenzato dalle **forti necessità di investimento** evidenziate in precedenza (cfr. Premessa) che determineranno una **crescita** della RAB EE nel periodo 2024-2034 stimabile in oltre il **60%**, nettamente **superiore** a quella registrata nel **periodo precedente** (2020-2023), stimabile nel **30/35%**. Date tali premesse, A2A ritiene che l'utilizzo, per il calcolo del WACC, di un parametro rappresentativo del costo del debito che **incorpora** una diversa – e nettamente **inferiore** – **dinamica** degli **investimenti** rispetto a quella **prevista** nel **periodo di vigenza** del metodo aggiornato di determinazione del WACC possa generare **distorsioni**. Il **peso aggiornato del debito di nuova emissione** può essere stimato considerando che, dato l'**incremento** previsto della RAB sopra indicato e un **rapporto D/E** pari ad 1, oltre il **25%** della **nuova RAB** sarà **finanziata da debito**; di conseguenza, assumendo pari a 100 il valore del debito all'inizio del periodo regolatorio ROSS, A2A propone di **aumentare il peso del debito di nuova emissione ad almeno il 25%** dell'ammontare complessivo del debito, così da garantire **maggior coerenza**, nel calcolo del WACC, tra la dinamica del debito e quella degli investimenti.

Infine in relazione al **meccanismo di trigger annuale** e al **dimensionamento della soglia** di applicazione, preme segnalare la necessità di mantenere invariato il valore a 0,5% e non ridurlo a 0,3%. Ciò infatti comporterebbe il rischio di **riflettere** nel WACC, degli **shock temporanei di mercato** piuttosto che dei veri cambiamenti strutturali, determinando quindi possibili impatti negativi sulla marginalità degli operatori non correlabili a un reale mutamento dei parametri macroeconomici di scenario.