



---

**Autorità di regolazione per energia reti e ambiente**

**Documento di consultazione 342/2024/R/com**

**Osservazioni di Energia Libera**

---



Il presente documento contiene le osservazioni di Energia Libera al documento di consultazione dell'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (**Autorità**) 342/2024/R/com, recante *Tasso di remunerazione del capitale investito: orientamenti per la definizione del parametro beta e l'aggiornamento dei parametri per il sub-periodo 2025-2027 (DCO)* (27 settembre 2024, prot. n. 107, inviato a [protocollo@pec.arera.it](mailto:protocollo@pec.arera.it)).

\* \* \*

## **Risposte ai singoli spunti di consultazione**

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

Si condividono le modalità di *de-leveraging* prospettate nel DCO. La conferma dell'utilizzo della formula di Hamada rappresenta una scelta coerente con l'approccio regolatorio già adottato in precedenti decisioni e garantisce una continuità metodologica che offre stabilità e chiarezza agli operatori di settore. Si considera l'utilizzo del debito a lungo termine e del valore di libro del capitale proprio come parametri per il calcolo del rapporto D/E appropriato, in quanto si ritiene che questi dati siano più idonei a rappresentare modo fedele la struttura finanziaria delle imprese regolate e permettano di evitare oscillazioni di breve termine dovute alle variazioni di mercato che potrebbero influenzare negativamente il calcolo del *beta* e del WACC. Inoltre, si apprezza la decisione di continuare a utilizzare l'aliquota fiscale effettiva specifica per ciascuna impresa del campione. Questo approccio rispecchia accuratamente le condizioni fiscali a cui le imprese sono effettivamente soggette e consente di catturare in modo più preciso l'impatto della leva fiscale nella determinazione del costo del capitale.

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

Si condividono le metodologie proposte per la selezione e la definizione del campione di imprese utilizzato per il calcolo del parametro *beta*. In particolare, si apprezza l'approccio adottato dall'Autorità, che prevede la selezione di imprese operanti in settori pertinenti e Paesi con *rating* elevato, e che tiene conto della liquidità dei titoli e della coerenza geografica, aspetti fondamentali per garantire stime accurate e rappresentative della rischiosità effettiva delle attività regolamentate. Tuttavia, sottolineando che i *beta* che verranno disposti in esito al procedimento saranno utilizzati per definire i ricavi esclusivamente per le attività regolate infrastrutturali (e non dovranno quindi riflettere/remunerare anche attività maggiormente rischiose) e considerando che nel campione sono incluse imprese che non svolgono esclusivamente attività regolate, si suggerisce di valutare l'introduzione di una metodologia finalizzata alla correzione della sovrastima che potrebbe derivare dall'utilizzo di osservazioni di rendimenti azionari di imprese che non svolgono esclusivamente attività regolate. Queste ultime, infatti, tendono ad essere esposte a una maggiore volatilità di

mercato e, di conseguenza, a presentare un *beta* più elevato, che non riflette adeguatamente il rischio delle sole attività infrastrutturali regolate.

*S3 Osservazioni rispetto all'opportunità di applicare la correzione di Blume ai valori del beta raw, fornendo elementi giustificativi, e di differenziare il trattamento tra i settori, anche per tenere conto della differente rappresentatività dei campioni*

Si ritiene che, per la definizione dei parametri *beta* per il secondo subperiodo del 2PWACC (ovvero per il triennio 2025-2027), non sia opportuno considerare dei *beta levered* ai quali è applicata la correzione di Blume. Ciò principalmente per due ragioni legate alla durata temporale relativamente breve della validità dei parametri che saranno disposti e alla stabilità del contesto normativo. Il periodo di tre anni previsto per l'applicazione del nuovo *beta* è relativamente breve, e la correzione di Blume si basa sull'assunzione che i valori del *beta* tendano verso 1 nel lungo termine. Tuttavia, in un orizzonte temporale di soli tre anni, tale correzione potrebbe portare a una sovrastima del *beta*, risultando in una remunerazione eccessiva del capitale. Il processo di convergenza verso il valore 1 ipotizzato dalla correzione di Blume risulta più rilevante in contesti di lungo periodo, mentre, in questo caso, il periodo di applicazione è troppo breve per giustificare un simile aggiustamento. Di conseguenza, l'adozione del *beta raw* riflette in modo più accurato la rischiosità effettiva delle imprese nel breve e medio termine. Inoltre, la stabilità del parametro *beta*, in settori regolati come l'energia, tende a essere ben consolidata nel tempo, con variazioni limitate anche nel medio periodo. La correzione di Blume, concepita per ridurre distorsioni in contesti più volatili o imprevedibili, non si ritiene metodologicamente opportuna per un periodo regolatorio così breve, specialmente in settori caratterizzati da una minore volatilità dei rendimenti, come quello delle infrastrutture energetiche. La correzione verso l'alto potrebbe dunque introdurre una distorsione nei valori di *beta*, non coerente con le evidenze empiriche riscontrate nei precedenti periodi regolatori. Per questi motivi, si ritiene che mantenere il *beta raw* sia la scelta più appropriata, senza introdurre correzioni che rischiano di sovrastimare i valori del *beta* in un orizzonte temporale non sufficientemente lungo per giustificarle. Qualora l'Autorità ritenesse comunque necessario introdurre una qualche forma di correzione, si propone una soluzione di *second best* che preveda l'adozione di un approccio differenziato a seconda del peso delle attività regolate nei ricavi delle imprese. In particolare, si suggerisce di calcolare la media tra il *beta raw* e il *beta adjusted* esclusivamente per i settori in cui la quota di ricavi provenienti da attività regolate è preponderante e per i settori dove la quota di ricavi da attività non regolate è più rilevante utilizzare esclusivamente il *beta raw*. Nel caso di ricavi non regolati preponderanti, infatti, l'esposizione a maggiori rischi di mercato e la volatilità legata a ricavi non regolati rendono il *beta raw* una misura più accurata e tempestiva della rischiosità effettivamente sottostante alle sole attività regolate. L'utilizzo di una correzione in questi settori si ritiene rischierebbe di sovrastimare il livello del rischio, senza una giustificazione empirica

sufficiente. Questa soluzione differenziata consentirebbe di calibrare l'applicazione del parametro *beta* in modo più aderente alle peculiarità di ciascun settore, senza introdurre una correzione generalizzata che potrebbe risultare inappropriata per l'intero campione. In tal modo, si otterrebbe un equilibrio tra stabilità e precisione, con un *beta* che riflette più fedelmente il rischio associato alle diverse attività regolate e non regolate.

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

Si condivide la scelta di utilizzare una frequenza giornaliera delle osservazioni nella stima dei parametri *beta* delle imprese nel campione. Questo approccio consente di disporre di un numero maggiore di dati, migliorando così l'accuratezza statistica della stima e riducendo l'errore campionario. Inoltre, la frequenza giornaliera è particolarmente utile per catturare in modo tempestivo le dinamiche di mercato, soprattutto in contesti caratterizzati da alta volatilità o da rapidi cambiamenti nelle condizioni macroeconomiche. Questo permette di ottenere un parametro *beta* più sensibile alle variazioni di mercato, riflettendo meglio le condizioni reali a cui sono esposte le imprese regolamentate. Si sottolinea inoltre quanto riportato nel DCO in merito all'adozione di una frequenza giornaliera che non comporta differenze significative rispetto alle stime settimanali, grazie alla buona liquidità dei titoli considerati nel campione. In sintesi, si ritiene che la frequenza giornaliera garantisca un equilibrio ottimale tra precisione e reattività, e consenta di ottenere stime più affidabili del parametro *beta*, in linea con le esigenze dei settori regolamentato.

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

Si ritiene appropriata la scelta proposta nel DCO di utilizzare indici di mercato nazionali per il calcolo del parametro *beta*. Riteniamo che tale approccio sia pienamente giustificato in quanto consente di stimare il *beta* in modo più accurato, evitando distorsioni che potrebbero derivare dall'utilizzo di indici sovranazionali. In particolare, l'eventuale utilizzo di un indice europeo, come l'Eurostoxx 600, si ritiene porterebbe a una sovrastima dei valori di *beta*. Questo avverrebbe perché i *beta* risultanti da regressioni sull'indice europeo rifletterebbero anche il rischio paese già internalizzato in altri parametri del WACC. L'approccio proposto dall'Autorità di considerare gli indici di mercato nazionali permette invece di sterilizzare nei *beta* l'effetto del rischio Paese e, in questo modo, ne evita una doppia contabilizzazione che finirebbe per sovrastimare il costo del capitale. Pertanto, si sottolinea l'importanza di continuare a considerare indici di riferimento nazionali, come proposto, per riflettere più fedelmente la rischiosità effettiva delle imprese che operano in un determinato contesto regolamentato, evitando sovrastime che potrebbero alterare il calcolo del tasso di remunerazione del capitale.

#### *S.6 Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.*

Si apprezza la proposta dell'Autorità di considerare un periodo di osservazione quinquennale (2019-2023) per la determinazione del parametro *beta*. Questo orizzonte temporale consente di ottenere una rappresentazione adeguata e accurata delle dinamiche di mercato, permettendo di cogliere tendenze di medio termine che sono rilevanti per un settore regolato come quello energetico. Tuttavia, si suggerisce di valutare l'esclusione, o quantomeno una riduzione del peso, dei dati riferiti ai periodi maggiormente impattati dalla crisi pandemica (2021, dato come sono calcolati i *beta* da Bloomberg). Questi anni sono stati caratterizzati da condizioni eccezionali, con elevata volatilità dei mercati finanziari e distorsioni dovute a *lockdown*, interruzioni delle catene di approvvigionamento e politiche fiscali e monetarie straordinarie. Questi fattori, pur essendo rilevanti nel breve termine, potrebbero alterare la stima dei parametri di rischio in un modo che non riflette il rischio strutturale e di lungo termine delle imprese operanti nei servizi infrastrutturali energetici. Escludere o attenuare l'influenza di tali dati consentirebbe di ottenere una stima del *beta* più rappresentativa delle condizioni di mercato più stabili e ordinarie. Questo approccio garantirebbe un calcolo del WACC che risponda meglio alla situazione attuale e prospettica, riducendo il rischio di sovrastime o sottostime dovute all'impatto di eventi eccezionali come la pandemia. In sintesi, si ritiene che il periodo di osservazione quinquennale sia appropriato, ma si suggerisce di considerare una ponderazione diversa o l'esclusione dei dati riferiti agli anni più impattati dagli effetti della pandemia, per assicurare che il parametro *beta* rifletta meglio il rischio effettivo e non episodico delle imprese regolamentate.

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

Si condivide il fatto che non emergono elementi tali da giustificare un'eventuale revisione al rialzo dei valori del *beta unlevered*. Vi sono due considerazioni che suggeriscono un utilizzo della media fra dati effettivi risultanti dal campione di riferimento e i dati risultanti dal confronto con altri paesi differente rispetto a quello prospettato nel DCO (di limite inferiore dell'intervallo possibile in cui potrebbero posizionarsi i valori di *beta unlevered*):

- il campione include imprese che svolgono anche attività non regolate, più rischiose rispetto a quelle regolate;
- l'eventuale applicazione della correzione di Blume per un periodo regolatorio relativamente breve, come quello proposto di soli tre anni, che potrebbe portare a una sovrastima del rischio anche se applicata solo parzialmente.

Anche in considerazione di quanto già riportato nelle risposte agli spunti 2 e 3, si ritiene, quindi, che la media tra i dati effettivi risultanti dal campione di riferimento e i dati risultanti dal confronto con altri Paesi non dovrebbe essere considerata come limite inferiore dell'intervallo, bensì come il valore centrale dell'intervallo in cui i valori di *beta unlevered* potrebbero posizionarsi. Considerare tale media come valore centrale, piuttosto che come limite inferiore, assicurerebbe una stima più

equilibrata del parametro beta. Si considera che questa metodologia restituirebbe dei *beta* e quindi dei WACC che rifletterebero in modo più accurato il rischio effettivo associato alle attività infrastrutturali regolamentate e permetterebbe di evitare sovrastime legate all'inclusione di attività non regolate e all'eventuale utilizzo, che ripetiamo di non considerare auspicabile, di *beta adjusted*.

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

Si evidenzia come il servizio di rigassificazione sia caratterizzato anche da aspetti, peculiari di tale settore, che rappresentano elementi di rischio per i gestori dei terminali di rigassificazione minore rispetto a quella cui sono esposti gli operatori infrastrutturali che svolgono altri servizi regolati. In particolare, si fa riferimento alla mancanza di disposizioni regolatorie riguardo standard di qualità per il servizio di rigassificazione (in merito si ritiene auspicabile che possa essere definito in tempi brevi un apposito testo integrato) e quindi all'assenza di un relativo sistema di penalità in caso del mancato rispetto di tali standard minimi qualitativi. Inoltre, si ritiene che alcune importanti evoluzioni sia nella configurazione del mercato che nel corrispondente quadro normativo e regolatorio, di seguito descritte, abbiano significativamente ridotto il rischio per i gestori delle infrastrutture di rigassificazione rispetto al passato e siano sufficienti a giustificare un abbassamento del differenziale del *beta* per il servizio di rigassificazione rispetto al trasporto:

- centralità della rigassificazione: con la progressiva riduzione dell'importazione di gas dalla Russia, a seguito della crisi geopolitica e delle conseguenti politiche energetiche europee, il GNL è diventato una componente centrale del *mix* di approvvigionamento energetico dell'Italia. Il ridimensionamento delle forniture di gas naturale via gasdotto ha comportato un maggiore afflusso di GNL e, conseguentemente, un maggior utilizzo della capacità dei terminali di rigassificazione per soddisfare la domanda interna. Anche per le maggiori flessibilità assicurate da tale fonte e con l'affermarsi di nuovi paesi fornitori, il GNL ha un ruolo sempre più importante per gli approvvigionamenti nazionali. Questo ha consentito una maggiore stabilità nei flussi di ricavi per i terminali di rigassificazione rispetto al passato. Tale aspetto giustifica una riduzione del differenziale del *beta* rispetto al trasporto, poiché il servizio di rigassificazione non può ritenersi secondario rispetto al trasporto nell'approvvigionamento energetico nazionale;
- copertura dei ricavi dei terminali di rigassificazione: a seguito del decreto-legge 17 maggio 2022, n. 50, i rigassificatori di nuova realizzazione (nuove FSRU) hanno ottenuto un'ulteriore copertura dei ricavi<sup>1</sup> che non era in vigore al momento della scorsa determinazione dei *beta* e quindi al momento di definizione del differenziale della rigassificazione rispetto al

---

<sup>1</sup> Attraverso il fondo previsto dall'art. 5, comma 8, del decreto-legge n. 50/2022.

trasporto. Questa misura, unitamente al meccanismo introdotto per la FSRU di Piombino<sup>2</sup>, riduce sensibilmente l'esposizione al rischio commerciale per il gestore di tali infrastrutture, garantendo ad esso un flusso di entrate stabile e protetto dalle oscillazioni del mercato. In questo contesto, risulta difficile giustificare, per la rigassificazione rispetto al trasporto, un *beta* più elevato in misura pari al passato, poiché i rigassificatori godono ora di un regime tariffario che li espone a minori rischi finanziari;

- possibilità di trattenimento di parte dei ricavi superiori a quelli riconosciuti: le modifiche - introdotte con la RTRG approvata con la delibera 196/2023/R/gas - al fattore di copertura dei ricavi per il settore della rigassificazione in generale, ovvero l'introduzione della possibilità di trattenere parte dei maggiori ricavi conseguiti rispetto ai ricavi riconosciuti (possibilità che rappresenta un *unicum* nel panorama della regolazione italiana dei servizi infrastrutturali energetici), contribuisce a bilanciare il rischio di mancato recupero dei costi riconosciuti anche in base al quale erano stati definiti gli attuali livelli del parametro *beta*.

In sintesi, il cambiamento nel quadro competitivo, la maggiore copertura dei ricavi per alcuni impianti e la possibilità di trattenere parte dei maggiori ricavi conseguiti rispetto a quelli riconosciuti rendono oggi la rigassificazione un'attività meno rischiosa rispetto al passato. Alla luce di queste considerazioni, appare ragionevole una riduzione del differenziale del *beta* per la rigassificazione rispetto al trasporto.

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

Si condivide quanto prospettato nel DCO in merito a decorrenza e durata dei valori di *beta* che saranno disposti in esito al presente procedimento. Non si considera pienamente condivisibile, invece, la proposta di mantenere i valori dei parametri *beta* che saranno definiti a fine 2027 invariati e validi per l'intero successivo periodo regolatorio (presumibilmente 2028-2033). Infatti, in considerazione dell'evoluzione rapida e non completamente prevedibile delle condizioni macroeconomiche e del contesto energetico globale, si ritiene utile la previsione di un aggiornamento a metà anche del prossimo periodo regolatorio del WACC. Questa revisione intermedia permetterebbe di adattare i valori dei *beta* alle eventuali variazioni rilevanti dei mercati finanziari, dei tassi d'interesse e del rischio Paese. Un aggiornamento a metà periodo fornirebbe un importante strumento di flessibilità regolatoria, consentendo di allineare il WACC alle condizioni economiche effettive, senza attendere il termine dell'intero ciclo regolatorio. Questo garantirebbe che il tasso di remunerazione del capitale sia sempre adeguato al contesto economico reale, evitando potenziali distorsioni nel calcolo del WACC e assicurando un trattamento più equo sia per gli operatori che per

---

<sup>2</sup> Di cui alla delibera 28/2023/R/gas, recante *Approvazione della proposta di procedura di primo conferimento della capacità di rigassificazione di nuova realizzazione del terminale FSRU Italia*.



i consumatori finali. In conclusione, mentre si condivide la scelta di definire in esito al presente procedimento valori di beta validi per il triennio 2025-2027, si propone di considerare l'introduzione di una revisione intermedia al prossimo periodo regolatorio per adeguare i parametri beta e il WACC alle evoluzioni macroeconomiche più significative.

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

In linea generale, si condivide quanto prospettato nel DCO in merito all'analisi e al trattamento dei parametri fiscali. L'approccio proposto, basato su un'accurata revisione dell'incidenza fiscale effettiva nel biennio 2021-2022 e sulla normativa fiscale vigente, garantisce una trasparenza e una coerenza con il contesto attuale, tenendo in debita considerazione le specificità del quadro normativo italiano. Inoltre, si considera che il monitoraggio dell'evoluzione della riforma fiscale in corso, che potrebbe influire su elementi chiave come IRES e IRAP, rappresenta una misura prudente e adeguata per assicurare che il calcolo del WACC rifletta l'effettiva incidenza fiscale a cui gli operatori del settore energetico sono soggetti. Infine, si considera giustificata la disposizione di un parametro T (aliquota fiscale effettiva) attorno al 28%, in linea con le evidenze riscontrate, senza che tali evidenze siano mediate con il valore del 29,5% attualmente in vigore.

#### *S.14 Osservazioni rispetto all'aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi per il periodo 2025-2027*

Si condivide quanto prospettato dal DCO in merito all'aggiornamento dei parametri comuni del WACC per il sub-periodo 2025-2027. L'approccio basato sull'adeguamento alle variabili macroeconomiche è appropriato per assicurare che il tasso di remunerazione del capitale investito rimanga in linea con le condizioni di mercato e non subisca distorsioni dovute a cambiamenti improvvisi del contesto economico. Si sottolinea inoltre l'importanza di confermare le regole già definite con il TIWACC (deliberazione 614/2021/R/com) per quanto riguarda l'aggiornamento infraperiodo dei parametri comuni del WACC. Questo approccio garantisce una stabilità regolatoria, assicurando agli operatori una prevedibilità di lungo termine, ma al contempo permette una flessibilità adeguata a rispondere alle eventuali variazioni economiche. In conclusione, si apprezza l'approccio delineato nel DCO e si ribadisce l'importanza di mantenere le regole del TIWACC per l'aggiornamento infraperiodo dei parametri comuni, in modo da assicurare un processo regolatorio stabile, trasparente e capace di rispondere efficacemente alle dinamiche del mercato.

#### *S.15 Osservazioni sul meccanismo di trigger.*

Si ritiene opportuno il mantenimento del meccanismo di *trigger* per il sub-periodo regolatorio 2025-2027 e per i periodi regolatori successivi, in quanto rappresenta uno strumento fondamentale per garantire che il WACC sia costantemente allineato con l'evoluzione delle condizioni





macroeconomiche e finanziarie. Il *trigger*, infatti, permette di reagire in modo tempestivo e mirato a cambiamenti significativi dei tassi d'interesse e del contesto economico, evitando distorsioni che potrebbero penalizzare gli investimenti infrastrutturali in un contesto di alta volatilità dei mercati. Inoltre, si condivide la proposta di abbassare la soglia di attivazione del *trigger* da 50 bps a 30 bps. Questa modifica aumenterebbe l'efficacia del meccanismo, rendendolo più sensibile a variazioni significative ma contenute del costo del capitale. In un ambiente macroeconomico caratterizzato da incertezze e fluttuazioni relativamente rapide dei tassi di interesse, come osservato negli ultimi anni, un *trigger* più reattivo consentirebbe una correzione del WACC in tempi più rapidi, evitando l'accumulo di ritardi nel riflettere il reale costo del capitale di debito. Riducendo la soglia a 30 bps, gli aggiornamenti avverrebbero con maggiore precisione, senza attendere variazioni troppo marcate, che rischierebbero di compromettere la corretta remunerazione degli investimenti. L'abbassamento della soglia si ritiene sia, quindi, giustificato anche da una logica prudenziale, in quanto riduce il rischio di sfasamenti tra le condizioni di mercato e il tasso di remunerazione riconosciuto.