

---

**OSSERVAZIONI AL DCO 342/2024/R/COM**

**TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO**

**ORIENTAMENTI PER LA DEFINIZIONE DEL PARAMETRO  
BETA E L'AGGIORNAMENTO DEI PARAMETRI PER IL SUB-  
PERIODO 2025-2027**

---

## **Osservazioni generali**

L'aggiornamento infra-periodo dei parametri comuni a tutti i servizi infrastrutturali regolati del settore energetico per il periodo 2025-2027, oggetto della presente consultazione, prospetta all'orizzonte una significativa riduzione della remunerazione del capitale investito.

Anche qualora gli esiti della consultazione dovessero limitarsi ad una conferma della formula *as is* e ad un conseguente aggiornamento automatico dei parametri previsti, si confermerebbe tale ipotesi di diminuzione, attualmente stimabile in 40 bps, che costituirebbe una rilevante criticità per le aziende dei settori regolati rappresentate da UTILITALIA, le quali sarebbero chiamate ad assorbire una pesante riduzione delle proprie capacità di investimento a fronte di impatti trascurabili sulle tariffe.

Con le presenti osservazioni, UTILITALIA con il supporto tecnico consulenziale di BRG rappresenta quindi le proprie argomentazioni affrontando i seguenti principali aspetti trattati, ove necessario, anche nei relativi spunti di dettaglio:

- Contesto economico-finanziario e andamento dei tassi
- Valutazioni prospettiche sugli investimenti e metodologia di calcolo del costo del debito
- Profili di miglioramento in materia di quantificazione del beta asset
- Osservazioni sui parametri di tassazione
- Considerazioni sul meccanismo di trigger

In primo luogo, la consistente diminuzione della remunerazione del capitale investito si inserirebbe in un **contesto economico-finanziario** ancora provato dalle forti dinamiche inflattive e dalla connessa esponenziale crescita, specialmente nel biennio 2022-2023, dei tassi di interesse. Solo nelle settimane recenti, infatti, si intravede un cambio di rotta che tuttavia produrrà effetti concreti solamente nel lungo termine e nel periodo regolatorio successivo al TIWACC. Peraltro, proprio nelle fasi in cui la crescita dei tassi si è manifestata con il suo massimo vigore, ovvero nel corso del primo sub-periodo, la metodologia attuale non sempre è riuscita a garantire una piena protezione agli operatori infrastrutturali, non essendosi attivato il meccanismo del trigger con riferimento all'anno 2023, come accertato dalla delibera 654/2022/R/com.

La consultazione in oggetto, oltre a considerare gli aspetti sopra menzionati, dovrebbe inoltre valutare adeguatamente **lo scenario prospettico di riferimento relativo agli investimenti** nei settori infrastrutturali, in particolare quelli nel settore della distribuzione. Nei prossimi mesi il settore, infatti, sarà chiamato ad assicurare volumi di investimento particolarmente significativi al fine di garantire la sicurezza e l'efficienza delle reti, nell'ambito del processo di transizione energetica e dalla decarbonizzazione. In particolare, alcuni dati sull'evoluzione degli investimenti delle società operanti nei settori regolati dell'elettricità e il gas mostrano un fabbisogno crescente di investimenti per abilitare il crescente ricorso alle FER e garantire la sicurezza del sistema energetico. Recenti stime di Eurelectric, ad esempio, affermano che gli investimenti nelle reti di distribuzione elettrica dovranno raddoppiare nei prossimi anni rispetto ai livelli attuali. Al contempo, ulteriori analisi mostrano che già nel periodo dal 2020 al 2023 gli investimenti annui nella rete di distribuzione elettrica sono aumentati del 24%, passando da 29 miliardi di euro nel 2020 a 36 miliardi di euro nel 2023<sup>1</sup>. Nel nostro Paese, l'incremento della domanda di investimenti risulta ancora più marcato, con investimenti annui nella rete di distribuzione elettrica che risultano già raddoppiati, essendo passati da 1,8 miliardi nel 2018 a 3,7 miliardi nel 2023, con la previsione di investimenti medi pari a circa 6 miliardi/anno nel periodo 2025-2034 che determinano quindi un ulteriore raddoppio rispetto ai livelli medi degli ultimi due anni<sup>2</sup>.

A fronte di tali riflessioni, si evidenzia che **l'attuale metodologia di calcolo del costo del debito** prevede una ponderazione fra la media storica degli indici iBoxx e il valore spot di tali indici, con una pesatura rispettivamente dell'85% e del 15%. Tale impostazione si basa tuttavia sull'assunzione implicita che le società regolate si finanzino in quote costanti nell'orizzonte temporale considerato e che lo stock di debito sia costante. Tale ipotesi è in realtà non pienamente realistica, soprattutto in considerazione degli ingenti volumi di investimento che, come sopra evidenziato, le imprese regolate dovranno affrontare nei prossimi mesi. Si richiedono pertanto i necessari affinamenti nell'attuale ponderazione tra debito esistente e debito nuovo, attraverso un incremento del peso del debito di nuova emissione, che dovrebbe essere correttamente incluso tra il 25% e il 35%, rispetto all'attuale 15%, ed un corrispondente decremento del peso del debito preesistente. Una simile soluzione sarebbe peraltro coerente anche con recenti ed innovativi orientamenti a livello internazionale, come quello dei regolatori del Regno Unito, i quali adottano metodologie di calcolo del

---

<sup>1</sup> The European House Ambrosetti, Enel, Il ruolo della distribuzione elettrica per una transizione energetica sicura, settembre 2024.

<sup>2</sup> Report BRG, p. 19.

costo del debito riconosciuto che tengono conto dell'andamento del costo del debito nell'arco del periodo regolatorio, in funzione della mole degli investimenti previsti<sup>3</sup>.

Se un intervento regolatorio nel senso sopra descritto non risultasse proceduralmente percorribile nell'ambito della revisione infra-periodo, è opportuno che la decisione finale che sarà assunta dall'Autorità circa i parametri effettivamente oggetto di aggiornamento (e posti in consultazione) tenga in debita considerazione questo aspetto, che assume sempre maggiore criticità quanto più incede il percorso di gradualità (rispetto al costo del debito riconosciuto nel precedente periodo regolatorio) per la determinazione del tasso di debito.

Si aggiunge che il DCO, con riferimento al **calcolo del beta asset**, propone alcune revisioni della metodologia che a nostro avviso si basano su argomentazioni teoriche e di processo migliorabili. In particolare:

- Il **campione delle imprese** di riferimento ipotizzato dal documento include società che, sulla base della prassi di altri regolatori europei, non sono sufficientemente liquide e che dovrebbero pertanto essere escluse tramite opportuni correttivi, andando ad esempio ad estromettere dal campione le società la cui media del bid-ask spread negli ultimi 5 anni sia risultata superiore ad un valore soglia pari all'1%<sup>4</sup>;
- Con riferimento al **periodo di analisi**, il DCO propone di riconsiderare il periodo di stima quinquennale. Il periodo considerato evidenzia tuttavia notevoli discontinuità che portano alla conclusione che i valori di beta calcolati su tale orizzonte non rappresentino una buona stima dei valori di beta prospettici. Il valore del beta dovrebbe essere calcolato su un orizzonte temporale di uno o due anni antecedenti la data di cut-off dei dati, considerando i dati più recenti disponibili<sup>5</sup>;
- In merito alla **frequenza di rilevazione** dei dati, si suggerisce di fare ricorso a dati su base settimanale che possono risultare più rappresentativi ed affidabili, considerate la scarsa liquidità dei titoli<sup>6</sup> e l'imperfezione del mercato;
- Infine, riguardo **all'indice utilizzato per il calcolo dei beta levered**, la teoria economica e l'evidenza empirica mostrano che gli investitori europei diversificano i propri investimenti principalmente nell'ambito dell'area Euro al fine di mitigare il rischio cambio; pertanto il ricorso ad un indice europeo

---

<sup>3</sup> Report BRG, pp. 18-23

<sup>4</sup> Report BRG, pp. 32-35

<sup>5</sup> Report BRG, pp. 35-38

<sup>6</sup> Report BRG pp. 38-39

per i paesi dell'area Euro e di un indice nazionale per i paesi non appartenenti all'area Euro è ritenuta dalla scrivente una soluzione migliorativa e più coerente<sup>7</sup> rispetto all'adozione di indici nazionali.

A prescindere dai miglioramenti metodologici esposti, si ritiene, comunque, che **il segmento della distribuzione, segnatamente quella relativa al settore gas** che - stando all'analisi condotta da ARERA nel documento in consultazione potrebbe far registrare un calo del relativo  $\beta$ asset - **non presenta sotto nessun profilo un livello di rischio settoriale in diminuzione**. Non appaiono infatti ridotti - o riducibili nell'arco del prossimo triennio - né i rischi correlati al **percorso di transizione energetica e decarbonizzazione**, né i rischi conseguenti all'**incertezza che ancora caratterizza il quadro dei rinnovi concessori**, anche in ordine alla copertura tariffaria degli investimenti oggetto di proposta di gara.

Specifiche considerazioni merita poi il tema **fiscale**, rispetto al quale il DCO considera l'intenzione di modificare l'attuale meccanismo di calcolo, basato sul tax rate normalizzato, sostituendolo con una metodologia che considera il tax rate di bilancio. La scrivente associazione esprime la necessità di rivedere tale impostazione in quanto ritiene che permanga la validità - anche nel secondo semiperiodo - delle considerazioni che hanno portato il regolatore nel primo semiperiodo alla normalizzazione dell'onere fiscale, consentendo ai distributori di conservare le agevolazioni fiscali a cui hanno avuto accesso per contrastare le difficoltà che hanno caratterizzato il recente passato. Si chiede pertanto di confermare l'attuale modalità di calcolo del tax rate, anche con riferimento al sub-periodo 2025-2027. In relazione a prime stime effettuate e già condivise che l'Autorità, ciò dovrebbe portare al riconoscimento di un valore del parametro  $T_p$  non inferiore al 30,12% - valore normalizzato da effetti legati a fenomeni straordinari o non ricorrenti che non sono rappresentativi del carico della tassazione ordinaria - quindi ad un livello lievemente superiore di quello riconosciuto nel sub-periodo 2022-2024.

Con riferimento all'attesa di un riordino fiscale che dovrebbe sostenere una diminuzione dell'incidenza delle imposte sulle imprese, **si ritiene che, nelle more del completamento della riforma -attesa non prima della primavera 2025-, non sussistano evidenze che possano sostenere, ad oggi, una diminuzione delle aliquote previste nei WACC, né l'entità dell'eventuale diminuzione**. Qualora le evidenze che si consuntiveranno nel prossimo triennio dovessero riflettere la razionalizzazione promossa dall'iter normativo, queste potranno essere recepite nella determinazione dei WACC del III periodo regolatorio.

---

<sup>7</sup> Report BRG, pp. 40-42

Si condivide infine di mantenere il ricorso al **meccanismo di trigger** già attivo nel sub-periodo 2022-2024, ma si auspica che la soglia di riferimento venga mantenuta a 50 bps. L'attivazione del meccanismo a 30 bps lo renderebbe, infatti, molto più sensibile di quanto lo sia stato nel precedente contesto di forte crescita dei tassi, nell'ambito del quale il trigger non ha sempre assicurato adeguata copertura (vedi anno 2023) determinando quindi un maggior rischio di perdita nei confronti degli operatori infrastrutturali.

Si riportano di seguito le osservazioni relative ai singoli spunti e si segnala che, al fine di meglio supportare le riflessioni riportate nella presente risposta, la scrivente provvede ad allegare anche un report predisposto dal consulente BRG sulle tematiche oggetto di consultazione.

### **Osservazioni specifiche**

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

**R1.** L'Autorità propone di convertire il valore di equity beta in asset beta utilizzando i valori di bilancio del debito a lungo termine e del capitale proprio. La scrivente ritiene che, mentre i valori di bilancio del debito siano sufficientemente rappresentativi del costo del debito, lo stesso non si possa affermare con riferimento ai valori di libro del capitale proprio, che risulta meglio rappresentato dal valore di mercato.

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

**R2.** Come argomentato in premessa, si ritiene che le proposte in consultazione portino a considerare un campione delle imprese di riferimento che include società da ritenersi non sufficientemente liquide sulla base della prassi di altri regolatori europei. Tali società dovrebbero essere pertanto escluse, stabilendo una soglia massima della media del bid-ask spread negli ultimi 5 anni pari all'1%.

#### **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.**

**R3.** Si ritiene ragionevole utilizzare l'asset beta adjusted anche per la distribuzione di elettricità e la distribuzione di gas, in assenza di chiare evidenze a supporto che giustificano l'utilizzo di differenti metodologie di calcolo.

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

**R4.** In linea con le argomentazioni generali concernenti il beta, si ritiene che i dati rilevati su base giornaliera siano maggiormente esposti al rischio di rappresentare delle possibili imperfezioni di mercato che potrebbero renderle non sufficientemente adeguate al loro scopo, specialmente nei casi di scarsa liquidità dei titoli. Si auspica pertanto il ricorso a dati su base settimanale, poiché risultano più affidabili rispetto ai dati giornalieri.

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

**R5.** Si confermano le osservazioni riportate nella parte generale. Il ricorso ad un indice europeo per i Paesi dell'area Euro è ritenuto dalla scrivente la soluzione migliore e più coerente rispetto a quanto evidenziato dalla teoria economica e dall'evidenza empirica, ovvero il fatto che gli investitori europei diversificano i propri investimenti principalmente nell'ambito dell'area Euro al fine di mitigare il rischio cambio.

**S6. Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.****S7. Osservazioni rispetto alla metodologia di calcolo del beta di riferimento come media aritmetica dei valori giornalieri del beta nel periodo considerato.**

**R6.** La proposta di considerare un periodo di stima quinquennale si ritiene inappropriata, in quanto il periodo considerato evidenzia notevoli discontinuità e volatilità interne, le quali portano a considerare che i valori di beta calcolati su tale orizzonte non rappresentino una buona stima dei valori di beta futuri. Al contrario, il valore del beta dovrebbe essere calcolato su un orizzonte temporale di uno o due anni antecedenti la data di cut-off dei dati, andando a considerare i dati più recenti disponibili.

**R7.** Si richiedono maggiori approfondimenti sulla regressione lineare dei rendimenti giornalieri delle imprese rispetto all'indice di riferimento nazionale.

**S8. Osservazioni rispetto alle conclusioni sui valori del parametro beta.****S9. Osservazioni sul differenziale del parametro beta tra settore elettrico e gas e tra attività upstream e downstream.**

**R8.** Come già osservato, la metodologia di stima dell'asset beta proposta nel documento di consultazione presenta alcuni approcci metodologici sostanzialmente errati e diversi ambiti di miglioramento. A fronte di

ciò, le conclusioni sui valori del parametro beta dovrebbero essere opportunamente rielaborate. In ogni caso, anche la loro versione attuale ed il confronto su base internazionale supportano il mantenimento di tutti i beta settoriali agli attuali livelli riconosciuti nel periodo 2022-2024.

**R9.** Secondo le analisi del documento, i valori medi di beta unlevered riconosciuti da altri Paesi confermano una distinzione tra le attività infrastrutturali a monte (trasporto e trasmissione) rispetto a quelle a valle (distribuzione), riconoscendo a queste ultime un valore più elevato. Tale orientamento risulta in linea con quello del regolatore italiano nel periodo 2022-2024, che andrebbe pertanto confermato anche nel periodo 2025-2027, in quanto non risultano specifici elementi contrari a tale impostazione.

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

**R10.** Si propone di confermare il differenziale sul parametro beta della rigassificazione rispetto al trasporto alla luce del differente profilo di rischio sopportato, con particolare riferimento al fatto che, per la rigassificazione, la regolazione non assicura la piena copertura dei ricavi, ma solo il 64% degli stessi.

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

**R11.** Le ipotesi che il valore dei parametri possa essere mantenuto invariato per tutto il periodo di regolazione del WACC, che la prossima valutazione circa un eventuale aggiornamento del parametro beta avvenga in occasione della revisione del TIWACC per il 3PWACC, a decorrere dal 2028, e che i valori definiti siano poi mantenuti invariati per la durata del futuro 3PRWACC, risultano premature e dovranno essere rivalutate in esito alle conclusioni regolatorie in materia di sub-periodo 2025-2027.

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

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

**R12.** Le proposte in consultazione volte a superare l'attuale meccanismo di calcolo, basato sul tax rate normalizzato non sono condivisibili. In sede di aggiornamento del 1° semi periodo del parametro T, l'Autorità ha ritenuto opportuno adottare un valore superiore rispetto alla media osservata al fine di non estrarre completamente i benefici che derivano dall'accesso a strumenti di agevolazione di tipo fiscale, compresi quelli per l'innovazione tecnologica, così da garantire un ragionevole bilanciamento tra imprese regolate e utenti dei servizi nella ripartizione dei benefici derivati da dette politiche pubbliche. Si ritiene che non sussistano ragioni per giustificare una variazione di criterio all'interno del medesimo periodo regolatorio. Si chiede pertanto di confermare l'attuale modalità di calcolo del tax rate, anche con riferimento al sub-periodo



2025-2027. Si ritiene infatti corretto, ai fini della quantificazione del WACC dei settori regolati, **considerare un valore di tax rate depurato da tutti i valori riconducibili a partite straordinarie, a particolari incentivi derivanti dalla normativa fiscale e ad ogni altro aspetto di natura contingente**, sia perché non inquadrabili nel *business as usual* delle società, sia perché non applicabili a tutte le società.

Dalla survey condotta dalla scrivente sui bilanci 2022 – 2023 normalizzati riconducibili ad un campione rappresentativo delle imprese di riferimento dei settori energetici, il valore del parametro  $T_p$  dovrebbe assumere un valore non inferiore al 30,12% - quindi ad un livello lievemente superiore anche a quanto riconosciuto nel sub-periodo 2022-2024.

**R13.** L'opportunità di differenziare il peso della fiscalità per i diversi settori regolati non costituisce a nostro avviso una soluzione idonea o prioritaria, in quanto il comparto della distribuzione risulta ancora caratterizzato dalla presenza di imprese che operano in entrambi i settori ed il cui peso fiscale risulta più facilmente identificabile con un valore medio intersettoriale.

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

**R14.** Sebbene il tema non sia oggetto della presente consultazione, potrebbe essere opportuno valutare qualche approfondimento circa la migliore modalità per uniformare il metodo di scorporo dell'inflazione applicato al parametro RF (rilevante per il calcolo del  $K_e$ ) ed all'iBoxx (rilevante per il calcolo del  $K_d$ ).

<b>S15. Osservazioni sul meccanismo di trigger.</b>
---

**R15.** Si condivide l'ipotesi di adottare il meccanismo di trigger anche al sub-periodo 2025-2027, in quanto tale strumento risulta utile per allineare il valore del wacc ad eventuali dinamiche rilevanti che potrebbero manifestarsi in corso d'opera. Tuttavia non è condivisibile la proposta di adottare, all'interno del medesimo periodo regolatorio, una riduzione della soglia di attivazione da 50 bps a 30 bps, in quanto la stessa porterebbe ad una maggiore sensibilità del meccanismo nei prossimi anni in cui è attesa la riduzione dei tassi rispetto al passato caratterizzato da dinamiche opposte. Al fine di mantenere una sufficiente coerenza dello strumento, indipendentemente dallo scenario economico-finanziario di riferimento, si auspica il mantenimento della soglia di attivazione del trigger a 50 bps.