



ACEA SpA

Regulatory

Spett.le
Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente
Direzione Infrastrutture Energia
Piazza Cavour, 5
20121 - Milano

e-mail: protocollo@pec.arera.it

Roma, 27 settembre 2024

Oggetto: Osservazioni e proposte Acea al documento per la consultazione 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

Il presente documento riporta le osservazioni e le proposte delle società operanti nei settori della distribuzione di energia elettrica e gas del Gruppo Acea (di seguito: Acea) in merito alle tematiche prospettate dall'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (di seguito: Autorità/Arera) nel documento di consultazione in oggetto.

Osservazioni generali

La consultazione in oggetto si colloca nel processo di revisione infra-periodo prevista dal TIWACC ed espone una proposta di revisione dei criteri di aggiornamento del parametro beta nonché l'aggiornamento dei parametri comuni, i cui criteri sono già stati definiti nel TIWACC con relativa finestra temporale di osservazione, e la proposta di conferma del meccanismo di trigger.

Fermo restando quanto meglio declinato nelle osservazioni specifiche, si ritiene opportuno sottolineare in linea generale che il contesto macroeconomico attuale sia ancora caratterizzato da un livello di volatilità non trascurabile di alcuni parametri che entrano nella formulazione del WACC.

Le sfide prospettiche di investimento che le imprese dovranno fronteggiare nei prossimi anni richiedono un impegno finanziario indifferibile per il raggiungimento degli obiettivi di transizione energetica e decarbonizzazione previsti dai piani europei e per i tempi stringenti posti dall'utilizzo delle risorse del PNRR.

In particolare, con riferimento alla rete di distribuzione elettrica, gli investimenti hanno raggiunto nel 2023 il valore di 3,7 miliardi/anno (nel 2018 il valore registrato è di 1,8 miliardi). L'incremento atteso nel periodo 2025-2034 è di 6 miliardi/anno (elaborazione The European House Ambrosetti su dati Eurelectric).

Proprio in considerazione del forte incremento del fabbisogno di investimento, che avrà inevitabilmente riflessi sul costo del debito (componente non oggetto della presente consultazione), si auspica un atteggiamento prudente del Regolatore, in particolare nella definizione del parametro beta, in una valutazione più complessiva del valore del WACC per il prossimo triennio. Tale, d'altra parte, sembra essere l'orientamento espresso dall'Autorità nel DCO in esame.



ACEA SpA

Regulatory

Con l'obiettivo di fornire elementi utili ad una valutazione esaustiva delle condizioni ottimali a livello sistemico per raggiungere il livello di infrastrutturazione richiesto per il prossimo triennio con un adeguato rendimento per le imprese, si riportano nel seguito le osservazioni puntuali ai singoli spunti in consultazione.

Osservazioni specifiche

Il parametro beta

S1. Osservazioni rispetto alle modalità di de-leveraging.

Con riferimento al *ratio* D/E da adottare nella formula di *delevering* del *beta*, l'Autorità ha rappresentato l'orientamento ad utilizzare il debito di lungo periodo, in continuità con l'impostazione adottata nel precedente periodo regolatorio e in analogia alla prassi regolatoria adottata in altri settori infrastrutturali. Da una diversa prospettiva, si segnala che l'indebitamento netto rappresenta la grandezza utilizzata in ambito finanziario ai fini della valutazione dell'*entreprise value* e che, anche per le considerazioni di seguito evidenziate, tale parametro è rappresentativo del capitale investito finanziato a debito anche ai fini della determinazione del parametro in questione (come, d'altra parte, evidenziato dalla stessa Autorità).

Non si ritiene, invece, condivisibile utilizzare il capitale netto contabile a denominatore del *ratio* D/E, in quanto il capitale netto contabile non esprime l'effettivo valore corrente del capitale proprio. Gli attivi d'impresa sono infatti espressi, al valore contabile, al costo di acquisizione al netto degli ammortamenti, che con il trascorrere del tempo tende a disallinearsi dal loro valore effettivo di mercato. In presenza di un valore contabile del debito prossimo al relativo valore di mercato, il disallineamento del valore degli attivi si trasla in un disallineamento del valore contabile del capitale netto rispetto al relativo valore di mercato. L'utilizzo del valore di mercato del capitale netto (capitalizzazione di mercato) espone chiaramente al problema della fluttuazione dei prezzi, ma in presenza di significativi scostamenti fra valore contabile e di mercato del capitale netto, come normalmente verificato per gli operatori regolati quotati, l'utilizzo del valore di mercato del capitale netto appare preferibile rispetto all'utilizzo del relativo valore contabile, in quanto meglio rappresenta il valore del capitale investito che non viene finanziata con il debito.

Inoltre, si segnala che l'adozione del valore di mercato dell'*equity*, oltre a migliorare significatività e rappresentatività dei parametri, è in linea con la prassi regolatoria internazionale e nazionale dei settori infrastrutturali: ciò contribuisce a rendere omogenee, ove possibile, le informazioni alla base delle valutazioni di investitori internazionali.

S2. Osservazioni rispetto al campione di imprese.

Per l'identificazione del campione di imprese di riferimento, l'Autorità propone di valutare i seguenti elementi: imprese quotate sui mercati finanziari, operanti in attività pertinenti alle attività regolate, localizzate in aree geografiche comparabili per regimi regolatori, liquide sui mercati finanziari.

Nel condividere tale approccio, si ritiene doveroso segnalare alcune osservazioni e proposte di revisione dei criteri di selezione identificati nel DCO.

Con riferimento alla pertinenza dell'attività svolta, la proposta di utilizzare il criterio della quota minima (20%) di ricavi da attività regolate è inadeguata in quanto, nel contesto di forte volatilità dei prezzi dell'energia, i



ACEA SpA

Regulatory

ricavi dei gruppi societari operanti in tale settore hanno registrato un andamento dei ricavi altrettanto volatile a fronte di un sostanziale mantenimento dell'EBITDA (considerata la stretta correlazione tra i ricavi da vendita di energia ed i relativi costi). Al fine di tener conto di questi elementi, evidenti in una analisi di contesto e registrati nei bilanci delle imprese, si suggerisce di valutare l'utilizzo dell'EBITDA, anziché dei ricavi, quale grandezza di riferimento per la selezione delle imprese del campione. Per l'applicazione di tale criterio, si ritiene congruo un valore soglia del 40% di contribuzione delle attività regolate all'Ebitda consolidato.

Sulla base del prospettato parametro, il campione di operatori proposto da Arera dovrebbe essere integrato con: 1) E.ON, che negli ultimi 2 anni ha evidenziato un'esposizione dell'Ebitda alle attività regolate di circa il 75%; 2) Naturgy, che negli ultimi 2 anni ha evidenziato un'esposizione dell'Ebitda alle attività regolate di circa il 50%; 3) Iberdrola, che negli ultimi 2 anni ha evidenziato un'esposizione dell'Ebitda alle attività regolate di circa il 45%; 4) l'operatore greco Public Power Corporation, che negli ultimi 2 anni ha evidenziato un'esposizione dell'Ebitda alle attività regolate del 45%; 5) Enel, che negli ultimi 2 anni ha evidenziato un'esposizione dell'Ebitda alle attività regolate di circa il 40%. Resterebbe esclusa Engie che, anche non considerando il contributo derivante dalle attività nucleari, negli ultimi 2 anni ha evidenziato un'esposizione dell'Ebitda consolidato (il dato sull'Ebitda non è presente) alle attività regolate di quasi il 25%.

Relativamente ai test di liquidità, si rappresenta che l'utilizzo del solo criterio dello spread bid-ask non è adeguato a valutare l'effettiva liquidità di un titolo. Nel campione di imprese proposto, selezionato sulla base di un test bid-ask superiore al 2%, sono stati infatti inclusi Electricité de Strasbourg e Fluxys Belgium, particolarmente illiquidi, in quanto gli scambi registrano un controvalore medio inferiore a 100 mila euro al giorno. Occorre considerare che titoli con scambi estremamente rarefatti possono generare notevoli distorsioni nel calcolo del beta, e, pertanto, è necessario escluderli dal campione. L'adozione di una soglia più restrittiva, che in analogia alle scelte adottate da altri regolatori europei, potrebbe essere pari al 1%, consentirebbe di escludere dal campione le due imprese analizzate.

Si segnala, inoltre, che il criterio bid-ask è potenzialmente esposto ai contratti non negoziati con cui i brokers si impegnano a fornire liquidità su un titolo, riducendone gli spreads bid-ask, senza effetti sui volumi effettivamente scambiati. Anche in analogia alla prassi regolatoria di altri settori, si propone di adottare, in aggiunta al criterio proposto nel DCO, un test del grado di liquidità basato sul controvalore dei volumi giornalieri mediamente scambiati, con una soglia che, considerando le imprese del settore, dovrebbe essere non inferiore a 100 mila euro di controvalore giornaliero medio scambiato.

In definitiva, in funzione delle osservazioni sopra riportate, rispetto al campione di operatori identificato da Arera si propone di includere, per rilevanza della quota di Ebitda consolidato generata dalle attività regolate, E.ON (distribuzione elettrica), Naturgy (distribuzione elettrica e gas), Iberdrola (distribuzione elettrica), Public Power Corporation (distribuzione elettrica) ed Enel (distribuzione elettrica), e di escludere, per eccessiva illiquidità, Electricité de Strasbourg e Fluxys Belgium.

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 condivide l'utilizzo della correzione di Blume ai valori del *beta raw* (ponderazione per 2/3 del *beta raw* e per 1/3 del valore unitario), in linea con la letteratura e la prassi regolatori sul tema.

Si osserva, infatti, che i titoli dell'indice caratterizzati da maggior *beta* tendono, nel corso del tempo, a ridurre il loro *beta* verso 1, ad esempio per via del fatto che l'attività *core* diventa più matura (riduzione del *levered*



ACEA SpA

Regulatory

beta attraverso riduzione dell'*unlevered beta*), o perché, una volta superata la fase di forte sviluppo dell'attività, i flussi di cassa consentono un progressivo ripagamento del debito, con conseguente riduzione della leva finanziaria (riduzione del *levered beta* attraverso riduzione della leva finanziaria), o anche perché le stesse aziende possono diversificare l'attività in altri settori più stabili.

Questo condurrà a una complessiva riduzione della volatilità di mercato, con conseguente aumento del *beta* per i titoli maggiormente difensivi, in linea con il principio della "*mean reversion*" nel lungo termine. I settori difensivi, come quelli di pubblica utilità regolati, rimarranno sempre con *beta* inferiore a 1, sebbene più elevato rispetto ai valori attuali. In considerazione del fatto che la maggior parte delle imprese presenti nei campioni dei singoli settori di attività presenta un'esposizione molto elevata dell'Ebitda alle attività regolate (la media su tutti i settori è del 75%), si propone di utilizzare la correzione di Blume come sopra esposta, senza ulteriori correzioni.

S4. Osservazioni rispetto alla frequenza delle osservazioni.

In considerazione del fatto che soltanto poche imprese del campione proposto sono a grande capitalizzazione (generalmente definita come capitalizzazione superiore ai 10 bn USD; National Grid, Terna, Enel, E.ON, Iberdrola, Snam e Naturgy), mentre alcune non superano neanche la soglia dei 2 bn USD di capitalizzazione, che delimita le *small cap*, con conseguente scarsa liquidità (REN, Transgaz, Ascopiave), l'utilizzo di rilevazioni settimanali appare nel complesso maggiormente rappresentativo rispetto all'utilizzo di rilevazioni giornaliere, come, peraltro, evidenziato nel DCO dall'Autorità.

L'utilizzo di rilevazioni settimanali, con conseguente riduzione del numero di osservazioni, è compensato dal fatto che, come sotto osservato al punto S6, l'adozione di un periodo di osservazione quinquennale appare meglio soddisfare, rispetto a un periodo di osservazione biennale, l'esigenza di avere una serie storica che al tempo stesso non si spinga troppo indietro nel tempo da risultare influenzata da una composizione del portafoglio di attività nel frattempo mutata, e dall'altro lato non sia troppo breve da poter essere influenzata da fattori di mercato transitori.

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

Per la valutazione della variazione dei titoli dal campione, si concorda con l'utilizzo dell'indice di riferimento nazionale standard per ciascun titolo.

S6. Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.

Si concorda sul mantenimento di un orizzonte temporale di 5 anni, in continuità rispetto all'attuale metodologia ed in linea con le prassi regolatorie adottate anche da altri regolatori.

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

Si condivide l'utilizzo della funzione media aritmetica per la determinazione del *beta* di riferimento, ribadendo la possibilità di osservare valori settimanali anziché giornalieri in considerazione dell'inserimento nel paniere di imprese dai titoli poco liquidi.



ACEA SpA

Regulatory

58. Osservazioni rispetto alle conclusioni sui valori del parametro beta.

La considerazione dei correttivi suggeriti determina un incremento dei valori del *beta* proposti dall'Autorità per tutti i settori regolati. Sono state illustrate in premessa le ragioni di contesto (andamento degli investimenti e domanda di capitale di credito) che supportano uno scenario prudente di non riduzione del rischio associato ai titoli dei settori esaminati.

In particolare, se prendiamo a riferimento un orizzonte quinquennale con rilevazioni settimanali, la trasmissione elettrica riporta in media un valore di *unlevered beta* di 0.42 (a fronte dello 0.32 della tabella 9 del DCO), la distribuzione elettrica riporta un valore di 0.49 (a fronte dello 0.42), il trasporto gas è a 0.46 (rispetto a 0.34 della tabella 9), e la distribuzione gas è a 0.50 (rispetto a 0.42 della tabella 9). La tabella che segue riporta in dettaglio i risultati sopra commentati:

	unlevered beta - adj. (Blume); regressione su indici nazionali									
	daily - anni					weekly - anni				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
calcolati alla chiusura del 28/08										
Trasmissione elettrica	0,419	0,449	0,399	0,386	0,412	0,466	0,490	0,422	0,394	0,420
Elia	0,502	0,543	0,471	0,422	0,433	0,673	0,659	0,525	0,476	0,448
National Grid	0,495	0,453	0,392	0,396	0,431	0,625	0,551	0,458	0,418	0,436
Redeia	0,439	0,482	0,409	0,394	0,410	0,351	0,452	0,402	0,374	0,427
REN	0,241	0,296	0,302	0,290	0,309	0,244	0,305	0,324	0,300	0,337
Terna	0,419	0,470	0,420	0,427	0,476	0,439	0,481	0,401	0,403	0,450
Distribuzione elettrica	0,478	0,485	0,488	0,475	0,489	0,516	0,492	0,493	0,477	0,495
A2A	0,525	0,514	0,508	0,516	0,548	0,516	0,471	0,472	0,486	0,551
Acea	0,280	0,337	0,331	0,344	0,386	0,349	0,346	0,342	0,347	0,410
Hera	0,521	0,487	0,492	0,505	0,530	0,595	0,525	0,499	0,501	0,493
Iren	0,354	0,381	0,394	0,392	0,403	0,438	0,408	0,418	0,406	0,448
National Grid	0,495	0,453	0,392	0,396	0,431	0,625	0,551	0,458	0,418	0,436
Enel	0,473	0,460	0,495	0,526	0,542	0,538	0,476	0,486	0,520	0,555
E.ON	0,396	0,434	0,456	0,436	0,429	0,420	0,424	0,483	0,455	0,474
Iberdrola	0,514	0,470	0,530	0,494	0,521	0,498	0,486	0,539	0,501	0,496
PPC	0,628	0,713	0,724	0,577	0,513	0,571	0,658	0,699	0,577	0,507
Naturgy	0,598	0,601	0,561	0,562	0,586	0,612	0,577	0,538	0,562	0,578
Trasporto gas	0,423	0,455	0,418	0,414	0,448	0,394	0,448	0,422	0,406	0,459
Enagas	0,448	0,452	0,397	0,397	0,448	0,362	0,426	0,402	0,372	0,438
REN	0,241	0,296	0,302	0,290	0,309	0,244	0,305	0,324	0,300	0,337
Snam	0,392	0,455	0,406	0,413	0,480	0,354	0,423	0,376	0,382	0,449
Transgaz	0,611	0,618	0,566	0,556	0,556	0,618	0,641	0,584	0,572	0,611
Distribuzione gas	0,457	0,468	0,461	0,471	0,496	0,481	0,475	0,459	0,466	0,499
A2A	0,525	0,514	0,508	0,516	0,548	0,516	0,471	0,472	0,486	0,551
Ascopiave	0,403	0,464	0,447	0,472	0,516	0,400	0,533	0,491	0,504	0,558
Hera	0,521	0,487	0,492	0,505	0,530	0,595	0,525	0,499	0,501	0,493
Iren	0,354	0,381	0,394	0,392	0,403	0,438	0,408	0,418	0,406	0,448
Italgas	0,340	0,361	0,367	0,376	0,395	0,324	0,339	0,337	0,338	0,362
Naturgy	0,598	0,601	0,561	0,562	0,586	0,612	0,577	0,538	0,562	0,578

I valori medi definiti per ciascun settore risulterebbero più elevati rispetto ai valori riconosciuti dai regolatori dell'area Euro + UK presenti nel campione di riferimento utilizzato dall'Autorità al paragrafo 5. Detto campione, tuttavia, esclude la Grecia, Paese dell'area Euro che, attualmente, presenta una rischiosità inferiore a quella dell'Italia (rendimento sovrano greco inferiore a quello italiano). Il *levered beta* attualmente adottato dal regolatore greco è di 0.80 per tutti i settori di attività e, secondo la relazione di Hamada, questo



ACEA SpA

Regulatory

corrisponde a un *unlevered beta* di 0.585 per la distribuzione gas, di 0.488 per il trasporto gas, di 0.534 per la trasmissione elettrica e di 0.538 per la distribuzione elettrica.

In un confronto internazionale che non escluda, salvo motivazioni non esplicitate, la Grecia, ne deriverebbe un valor medio di *unlevered beta* di 0.41 per la trasmissione elettrica, 0.44 per la distribuzione elettrica, 0.43 per il trasporto gas e 0.45 per la distribuzione gas, valori che si posizionano al di sopra del livello riconosciuto dal regolatore italiano sul triennio 2022-2024.

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

La valorizzazione del diverso livello di rischio associato a ciascun settore e, quindi, la definizione del beta dipende dalla considerazione di diversi fattori, che riflettono anche elementi di contesto: elementi di rischio propri della gestione industriale (sostenibilità ambientale e sicurezza, ad esempio, per le imprese operanti nel settore della distribuzione del gas e, anche, della distribuzione elettrica); rischi legati alla domanda (volumi che nel caso del gas risentono del processo di elettrificazione dei consumi); inquadramento giuridico dell'affidamento del servizio (concessione e modalità di subentro, durata degli affidamenti).

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

Si condivide la proposta Arera di attribuire alle attività di stoccaggio e rigassificazione un *unlevered beta* a premio, in funzione dell'attuale differenziale riportato nel paragrafo 7.1, rispetto a quello dell'attività di trasporto gas.

S11. Osservazioni sulla decorrenza e la durata dei valori.

Si concorda con l'applicazione dei valori di *beta* determinati in esito al presente procedimento per il triennio 2025-2027, con successiva revisione a decorrere dal 2028 nell'ambito del procedimento di revisione del TIWACC.

Aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi per il periodo 2025-2027

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

L'Autorità propone di definire il parametro T nella forchetta 28% (valore medio desunto dai dati dell'incidenza fiscale effettiva di un campione significativo rilevati per il 2022) e il 29,5% (valore fissato per il primo semiperiodo).

Al riguardo, si osserva che i dati 2022-2023 risentono dell'impatto di alcune partite straordinarie (incentivi innovazione tecnologica e imposte su componenti fiscalmente non rilevanti e/o non ricorrenti) che rendono necessaria una normalizzazione delle osservazioni. Considerando l'effetto di tali partite il valore dell'incidenza fiscale normalizzato sale di circa 1,5-2 punti percentuali rispetto al valore dell'incidenza fiscale effettiva.

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



ACEA SpA

Regulatory

Non si hanno evidenze sulla opportunità di adottare valori differenziati per settori, anche in considerazione della prevalenza di gestioni con attività multisettoriali.

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

Non si hanno osservazioni sull'aggiornamento dei parametri comuni secondo le logiche già previste nel TIWACC.

Meccanismo di trigger

S15. Osservazioni sul meccanismo di trigger.

Si condivide la proposta di confermare il meccanismo di trigger a valere sugli anni 2026 e 2027, eventualmente riducendolo dagli attuali 50 a 30 bps, in quanto ciò risponde all'obiettivo condiviso di un più frequente *mark-to-market* dei ritorni riconosciuti, fattore a mitigazione del complessivo rischio finanziario d'impresa. Sotto tale aspetto, si condivide altresì l'estensione del calcolo circa la verifica dell'attivazione del trigger anche all'inflazione attesa e ai FP (sul risk-free e sullo spread).