

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

*Milano, 27 settembre 2024*

## **Osservazioni 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”**

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

Considereremmo appropriate le modalità di deleveraging prospettateci nel DCO in oggetto. La conferma dell'utilizzo della formula di Hamada rappresenterebbe una scelta coerente con l'approccio regolatorio già adottato in precedenti decisioni e garantirebbe continuità metodologica che offrirebbe stabilità e chiarezza agli operatori di settore.

Riterremo che l'utilizzo del debito a lungo termine e del valore di libro del capitale proprio come parametri per il calcolo del rapporto D/E sia appropriato, in quanto riterremo che questi dati siano più idonei a rappresentare in modo fedele la struttura finanziaria delle imprese regolate. Tale scelta permetterebbe di evitare oscillazioni di breve termine dovute alle variazioni di mercato che potrebbero influenzare negativamente il calcolo del beta e del WACC.

Apprezzeremmo inoltre la decisione di continuare a utilizzare l'aliquota fiscale effettiva specifica per ciascuna impresa del campione. Questo approccio rispecchia accuratamente le condizioni fiscali 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.

**In sintesi apprezzeremmo la coerenza metodologica e la scelta di parametri prudenti e stabili per il processo di deleveraging, che contribuiranno a garantire una stima accurata e trasparente del WACC per il periodo regolatorio 2025-2027.**

## *S2 Osservazioni rispetto al campione di imprese*

Esprimeremmo condivisione per le metodologie propositi per la selezione e definizione del campione di imprese utilizzato per il calcolo del parametro beta. In particolare apprezzeremmo l'approccio adottato, che prevedrebbe 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, riterremo importante suggerire che **sia valutata 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 esser esposte ad una maggior volatilità di mercato, e di conseguenza a presentare beta più elevato, che non rifletterebbe 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*

Riterremo che per la definizione dei parametri beta per il secondo subperiodo dell'attuale PWACC (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 infatti 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 ad 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**

**riflettere 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 ad esser 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 la riterremmo 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 riterremmo che **mantenere il beta raw sia la scelta più appropriata** per assicurare un equilibrio corretto tra rischio e remunerazione, senza introdurre correzioni che rischiano di sovrastimare i valori del beta in un orizzonte temporale non sufficientemente lungo per giustificarle.

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

Esprimeremmo condivisione per 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.

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

Accoglieremmo con favore la scelta propostaci nel DCO di utilizzare indici di mercato nazionali per il calcolo del parametro beta. Riterremmo infatti che un tal 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 porterebbe ad una sovrastima dei valori di beta, perché i beta risultanti da regressioni sull'indice europeo rifletterebero anche il rischio paese già internalizzato in altri parametri del WACC.

L'approccio propostoci di considerare gli indici di mercato nazionali permetterebbe invece di sterilizzare nei beta l'effetto del rischio paese, e in questo modo ne eviterebbe una doppia contabilizzazione, che finirebbe per sovrastimarne il costo del capitale.

Sottolineeremmo pertanto **l'importanza di continuare a considerare indici di riferimento nazionali** così come propostoci, 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*

Esprimeremmo apprezzamento per la proposta di considerare un periodo di osservazione quinquennale 2019-2023 per la determinazione del parametro beta. Questo orizzonte temporale consentirebbe 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.

Suggeriremmo tuttavia di **valutare l'esclusione, o almeno 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 come noto assai 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 rifletterebbe 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.**

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

Condivideremmo che non emergano elementi tali da giustificare un'eventuale revisione al rialzo dei valori del beta unlevered.

Vorremmo poi evidenziare 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):

- 1) il campione include imprese che svolgono anche attività non regolate, più rischiose rispetto a quelle regolamentate;
- 2) 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 ai previ spunti 2 e 3 riterremmo quindi che **la media tra i dati effettivi risultanti dal campione di riferimento e i dati risultanti dal confronto con altri paesi non dovrebbe esser considerata come limite inferiore dell'intervallo,**



**AIGET**  
Associazione  
Italiana di  
Grossisti di  
Energia  
e Trader

**bensi come 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 consideri 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*

Riterremmo che alcune importanti evoluzioni, sia nella configurazione del mercato che nel corrispondente quadro normativo e regolatorio di seguito descritte abbiano significativamente ridotto i riferimenti 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: come noto, 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 sempre più centrale del mix di approvvigionamento energetico dell'Italia. Il ridimensionamento delle forniture di gas naturale via gasdotto ha giocato forza comportato un maggior 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 anche tra l'altro maggior stabilità nei flussi di ricavi dei terminali di rigassificazione rispetto al passato. **Tale aspetto giustificherebbe una riduzione del differenziale del beta rispetto al trasporto**, poiché il servizio di rigassificazione non può più ormai ritenersi secondario rispetto al trasporto nell'approvvigionamento energetico nazionale;
- Copertura dei ricavi dei terminali di rigassificazione: come noto, a seguito del Decreto-Legge N.50 del 17 maggio 2022 i rigassificatori di nuova realizzazione (le nuove FSRU) hanno ottenuto un'ulteriore copertura dei ricavi<sup>1</sup> che non era in vigore al momento della precedente determinazione dei beta, e quindi al momento di definizione del differenziale della rigassificazione rispetto al trasporto;

---

<sup>1</sup> Fondo previsto dall'articolo 5, comma 8, del decreto-legge 50/2022

Questa misura, unitamente al meccanismo introdotto per la FSRU di Piombino<sup>2</sup>, riduce sensibilmente l'esposizione al rischio commerciale per i gestori di tali infrastrutture, garantendo un flusso di entrate stabile e protetto dalle oscillazioni del mercato. In questo contesto risulterebbe assai 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.**

<i>S11 Osservazioni sulla decorrenza e la durata dei valori</i>
---

Si condivide quanto prospettato nel DCO 342/2024 in merito alla decorrenza e alla 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 riterrebbe 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,

---

<sup>2</sup> Ex delibera 28/2023.





AIGET  
Associazione  
Italiana di  
Grossisti di  
Energia  
e Trader

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 i consumatori finali.

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

In linea generale, esprimiamo condivisione rispetto a quanto prospettato nel DCO 342/2024 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 ad assicurare che il calcolo del WACC rifletta l'effettiva incidenza fiscale a cui gli operatori del settore energetico sono soggetti.

Infine, si considererebbe **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*

Esprimiamo condivisione per quanto prospettato dal DCO 342/2024 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. Sottolineiamo inoltre **l'importanza di confermare le regole già definite con il TIWACC** (Delibera 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, apprezziamo l'approccio delineato nel DCO 342/2024 e ribadiamo 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.



Si considera **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 abbiamo 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.

Restando comunque come sempre a piena disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento ed eventuale opportunità di confronto in tema, rinnoviamo tutti i nostri più cordiali saluti.