

Spettabile  
**Autorità di Regolazione per Energia  
Reti e Ambiente**  
**Direzione Infrastrutture Energia**  
Piazza Cavour, 5  
20121, Milano

inviato via pec a: [protocollo@pec.arera.it](mailto:protocollo@pec.arera.it)

Milano, 27 settembre 2024

**OGGETTO: Osservazioni di Edison S.p.A. in merito alla 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”**

Con la presente si trasmettono le osservazioni in merito a quanto in oggetto.

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi chiarimento.

Cordiali saluti

Con il presente documento Edison intende esprimere le proprie osservazioni in merito alla consultazione 342/2024/R/com.

In via preliminare si vuole esprimere condivisione generale del metodo seguito da ARERA per le analisi esposte nel presente DCO. Le precisioni su alcuni aspetti di quanto prospettato in consultazione sono riportate di seguito nelle osservazioni di risposta ai singoli spunti.

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

Si considerano **appropriate le modalità di de-leveraging prospettate** nel DCO 342/2024. 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 ritiene 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 pienamente appropriato**, in quanto si ritiene che questi dati siano i più idonei a rappresentare in modo fedele la struttura finanziaria delle imprese regolate. Tale scelta permette 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.

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

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

Esprimiamo condivisione per le metodologie proposte per la selezione e la definizione del campione di imprese utilizzato per il calcolo del parametro beta. In particolare, apprezziamo l'approccio adottato da ARERA, 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**, riteniamo importante suggerire che sia valutata l'introduzione di una metodologia finalizzata alla correzione della sovrastima che consegue 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, ad avere 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***

**Riteniamo che, per la definizione dei parametri beta per il secondo sub-periodo 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, riteniamo 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, proponiamo 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, suggeriamo 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 esprime **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.

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 342/2024 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 rifletterebero anche il rischio paese già internalizzato in altri parametri del WACC.

L'approccio proposto da ARERA 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, sottolineiamo 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.***

Esprimiamo apprezzamento per la proposta di ARERA 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, suggeriamo 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, riteniamo che il periodo di osservazione quinquennale sia appropriato, ma suggeriamo di considerare una ponderazione diversa o l'esclusione dei dati riferiti agli anni più distorti dagli effetti della pandemia, per assicurare che il parametro beta rifletta meglio il rischio effettivo e non episodico delle imprese regolamentate.

#### ***S.7 Osservazioni rispetto alla metodologia di calcolo del beta di riferimento come media aritmetica dei valori giornalieri del beta nel periodo considerato***

Non si formulano osservazioni in merito

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

Si condivide che **non emergono elementi tali da giustificare un'eventuale revisione al rialzo dei valori del beta unlevered**.

Si vogliono 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 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.

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

Non si formula osservazioni in merito

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

Si vuole dapprima evidenziare 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 **manca 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, riteniamo 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 N.50 del 17 maggio 2022, 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 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 Deliberazione 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 342/2024 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 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, senza

---

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

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

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.

In conclusione, mentre condividiamo la scelta di definire in esito al presente procedimento valori di beta validi per il triennio 2025-2027, proponiamo 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, 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 per 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.

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

Non si considera opportuno differenziare il peso della fiscalità per i diversi settori regolati. Si considera che tale eventuale differenziazione necessiti di essere attentamente analizzata e, non essendo state riportate le presenti DCO, le motivazioni sottostanti dovrebbero essere dettagliate. Inoltre, per valutare la differenziazione il peso della fiscalità per i diversi settori regolati si ritiene necessario disporre di un'analisi degli effetti che tali modifiche comporterebbero.

#### ***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 (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, 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.

#### ***S15 Osservazioni sul meccanismo di trigger.***

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.