

Osservazioni Terna 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-PERIDO 2025-2027



Executive summary

Il settore elettrico sarà caratterizzato nei prossimi anni da una forte accelerazione degli investimenti in nuove infrastrutture di trasmissione, già indicati negli ultimi Piani di Sviluppo della RTN e nei Piani di Sicurezza e Rinnovo dell'azienda e comunicati nell'ambito della raccolta dati economici e finanziari per la determinazione del tasso di capitalizzazione (PEPFIS).

La realizzazione delle nuove infrastrutture di trasmissione garantirà un elevato valore aggiunto per i consumatori di energia elettrica con benefici reali di gran lunga superiori ai costi di realizzazione degli interventi previsti in termini di integrazione della produzione da fonte rinnovabile, maggiore sicurezza, qualità ed efficienza del sistema elettrico raggiunta con una significativa riduzione dei costi di produzione e dispacciamento di energia elettrica. Nel Report *"The future of European competitiveness"* curato da Mario Draghi è stato posto l'accento sulla necessità degli investimenti nelle reti elettriche al fine di sviluppare nuova capacità e ammodernare le reti esistenti per rispondere all'elettrificazione, all'integrazione delle FER, così come sulle problematiche che ne derivano per le imprese in termini di sostenibilità finanziaria dei relativi piani di investimento e conseguentemente sull'esigenza di strumenti (anche) regolatori e incentivi che ne permettano una adeguata e sufficiente realizzazione.

Tali investimenti comporteranno, infatti, un significativo incremento del livello di indebitamento della società in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto più elevati rispetto a quelli degli anni passati ...*(omissis)*.

In merito giova ricordare come il costo del debito marginale sia passato da valori stabilmente sotto l'1% registrati fino al 2021 a valori oggi che sfiorano il 4%, con un aumento di oltre 300 bps i cui impatti sono stati catturati solo in minima parte dalla formula del WACC, fissato per la trasmissione per il 2024 al 5,8% con un incremento di soli 80 bps rispetto al valore del 5% riconosciuto per il biennio 2022-23.

Tale parziale adeguamento del WACC alle mutate condizioni dei costi di finanziamento delle imprese (che ha peraltro portato lo scorso anno l'Autorità a rivedere le modalità di remunerazione dei lavori in corso del servizio di trasmissione) ...*(omissis)*.

A fronte di tale nuovo contesto, l'Autorità piuttosto che definire una remunerazione coerente con il nuovo costo di capitale sostenuto dalle imprese e in grado quindi di permettere la realizzazione degli investimenti necessari alla transizione energetica e a contenere i costi del mercato all'ingrosso, propone, in codesto documento per la consultazione, un ulteriore decremento del tasso di remunerazione che, se fosse confermato, peggiorerebbe gli indicatori economico finanziari considerati dalle agenzie di rating e di conseguenza la capacità di realizzare gli investimenti previsti dal Piano Industriale di Terna necessari per integrare le rinnovabili e ridurre i prezzi all'ingrosso a beneficio dei clienti finali.

Si evidenzia, infatti, come le proposte dell'Autorità in consultazione per i parametri asset beta (β_{asset}) e tax rate (T), unitamente all'aggiornamento dei parametri di mercato e del costo del debito (c.d. formula di gradualità), comporteranno una riduzione del WACC riconosciuto al servizio di trasmissione per l'anno 2025 stimabile in un range di 30/60 punti (dall'attuale 5,8% a un valore stimato di 5,2%-5,5%).

In particolare, tale riduzione del WACC deriva sostanzialmente per:

- ca. 25 punti base dall'aggiornamento del costo del debito derivante dalla formula di gradualità decisa dall'Autorità a fine 2021;
- ca. 10/25 punti base dalle ipotesi di riduzione del β_{asset} e tax rate contenute nel DCO.

Giova rilevare come in una situazione di aggiornamento annuale dei parametri relativi al costo del debito delle imprese, il WACC 2025 sarebbe rimasto invariato rispetto al valore di 5,8% riconosciuto nel 2024.

Tabella 1 – Stima variazione WACC 2025 vs 2024 in base anche alle proposte di aggiornamento su beta asset e tax rate riportate nel DCO 342/24

Scenario inerziale	
WACC 2024	5,8%
Riduzione tassi di mercato	-10 bps
Riduzione gradualità debito	-25 bps
Stima WACC 2025	5,5%
Modifiche proposte nel DCO 342/24	
Riduzione beta (da 0,37 a 0,35)	-10 bps
Riduzione tax rate (da 29,5% a 28%)	-15 bps
Stima WACC 2025	5,2%

In merito all'aggiornamento di costo del debito e β_{asset} evidenziamo come l'Autorità a fine 2021 aveva prospettato un percorso parallelo e bilanciato di modifica graduale del costo del debito e del costo dell'equity basato su:

- una riduzione graduale del costo del debito riconosciuto derivante dai valori dei nuovi parametri di riferimento IBOX della formula già formalizzato e definito nel TIWACC;
- una graduale revisione al rialzo del parametro asset beta del costo dell'equity per quei servizi come la trasmissione che presentavano un valore inferiore a 0,4.

A conferma di ciò l'Autorità, contestualmente alla riduzione del costo del debito riconosciuto, decise allora per una prima revisione straordinaria al rialzo dell'asset beta (per la trasmissione elettrica da 0,35 a 0,37) con l'obiettivo di una seconda revisione in aumento prospettata all'avvio del nuovo periodo tariffario al fine di valutare l'eventuale

allineamento per tutti i servizi/settori regolati al valore di 0,40 già previsto dalla maggioranza dei regolatori europei.

Tale percorso, coerente dal punto di vista metodologico, in questo documento per la consultazione viene tuttavia modificato (senza motivazioni):

- una riduzione dell'asset beta con un ritorno al precedente valore di 0,35, come se la revisione straordinaria avvenuta appena tre anni fa non fosse corretta o supportata da evidenze empiriche e metodologiche;
- il mantenimento di una diversificazione dell'asset beta tra i diversi servizi/settori regolati sulla base di alcune scelte metodologiche di stima del valore che appaiono poco robuste,

Ipotesi associate contemporaneamente alla conferma della riduzione del costo del debito riconosciuto secondo la formula di gradualità.

(omissis)

In consultazione l'Autorità giustifica le proprie scelte in merito al beta ricorrendo ad una metodologia di calcolo che appare in alcune scelte, a partire dall'individuazione di un campione di imprese distinto tra i diversi servizi e settori regolati, discrezionale e dai risultati ingiustificati.

Come noto, il beta asset esprime il rischio sistematico e non diversificabile delle attività di un'impresa. Nel caso di un'impresa regolata, un aspetto cruciale nella determinazione di tale parametro risiede quindi nell'individuazione di un campione di società quotate pertinenti rispetto alle attività regolate svolte (di norma identificabile con le imprese caratterizzate da ricavi regolati superiori al 90%).

La scelta dell'Autorità di stimare invece il beta della distribuzione elettrica e gas attraverso società che svolgono prevalentemente attività diverse, caratterizzate da una maggiore rischiosità, comporta una sovrastima del relativo beta che risulta superiore del 25-30% rispetto a quello di trasmissione e trasporto, differenza non giustificabile in termini di framework regolatorio considerata la recente introduzione dei ROSS che ha portato ad un allineamento delle logiche di riconoscimento di costi tra i diversi settori/servizi.

Tale approccio differenziato per la stima del beta, che si fonda sull'utilizzo di sotto-campioni di imprese distinti per ciascun servizio infrastrutturale, non risulta in linea né con la teoria economica né con la prassi regolatoria adottata dagli altri Paesi europei dove il beta delle diverse attività infrastrutturali (trasporto/trasmissione e distribuzione) viene di norma calcolato con riferimento allo stesso panel di imprese, come evidenziato peraltro negli studi del Centro per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF) dell'università LUISS e alla società Nera consulting allegati al presente documento.

Oltre alla scelta del campione, a nostro avviso anche altri aspetti della metodologia di calcolo del beta riportata in consultazione risultano poco robusti e incoerenti rispetto a quanto desumibile dalla letteratura economica e dalle best practice degli altri paesi europei, anch'essi evidenziati negli studi soprarichiamati.

Tra questi aspetti ci riferiamo in particolare a: (i) l'utilizzo del patrimonio netto di bilancio per l'operazione di de-levering del beta invece della capitalizzazione di mercato che rappresenta il riferimento utilizzato dagli investitori per il calcolo dei valori di partenza del β levered e (ii) il calcolo del beta come media pluriennale dei valori di regressione giornaliera a due anni fino al 2023 invece che come valore di regressione (sempre a due anni) registrato in un periodo più breve e ravvicinato possibile al momento della stima del parametro al fine di cogliere gli effettivi cambiamenti del rischio sistematico di un titolo rispetto alle più recenti condizioni di mercato.

Fermo restando i limiti di discrezionalità nel processo di stima del beta, si evidenzia come nell'ipotesi di adottare criteri di calcolo coerenti con quanto suggerito dalla letteratura economica e dalla prassi regolatoria risulterebbe per la trasmissione elettrica un asset beta superiore anche al valore di 0,4 convenzionalmente riconosciuto a livello Europeo per i diversi servizi e settori regolati (ad eccezione di casi molto specifici come Francia e Belgio).

In merito al tema della differenziazione del beta, si osserva come la previsione di un unico valore per i diversi servizi sia stata recentemente confermata da OFGEM, nell'ambito della definizione dei criteri generali del nuovo periodo regolatorio RIIO-3 valido per la trasmissione e il trasporto/distribuzione gas, giustificando tale scelta sulla base del confronto dei beta di Terna, Snam e Italgas che non evidenziano sostanziali differenze (anzi con il beta di Terna che presenta valori superiori a Italgas).

(omissis)

Per quanto evidenziato, Terna non condivide l'ipotesi di riduzione del beta e propone all'Autorità di proseguire invece con il percorso prospettato nel 2021 con il TIWACC con un aumento dell'asset beta del servizio di trasmissione e un contestuale allineamento dello stesso a quello degli altri servizi/settori regolati.

Con riferimento alla prospettata riduzione del tax rate al 28% riteniamo tale proposta non condivisibile essendo il tax rate di Terna (desumibile dai bilanci 2022-23) allineato al valore di 29,5% oggi riconosciuto nel WACC.

Peraltro, si evidenzia che i valori desumibili dai bilanci 2022-23 beneficiano dell'agevolazione fiscale ACE – abrogata con Decreto legislativo alla Riforma Fiscale 2024 a partire dall'anno 2024 – con impatto in termini di incremento atteso dell'incidenza fiscale stimabile per Terna in circa 60 bps portando quindi il tax rate per l'anno corrente a valori non inferiore al 30%. Agevolazione ACE che invece venne considerata dall'Autorità a fine 2015 per ridurre l'aliquota fiscale riconosciuta nel WACC a partire dal 2016 da 35,7% a 34,4%¹.

In coerenza con l'ipotesi di differenziare il WACC tra i diversi servizi/settori prospettata al punto di consultazione S.13, si richiede pertanto che il valore di tax rate per il servizio di trasmissione previsto per il prossimo triennio 2025-27 venga adeguato per Terna al rialzo

¹ Sul punto vedere Delibera 583/2015/R/com (nei ritenuto pag. 12 e 18) e DCO 509/2015/R/com (punto 10.3).

dall'attuale valore di 29,5% al valore di 30,1% intercettando quindi le modifiche già intervenute nella normativa fiscale di riferimento.

Con le proposte di Terna su asset Beta e tax rate il valore di WACC per il servizio di trasmissione per il 2025 sarebbe pari a 5,6%-5,7% in riduzione di 10/20 punti base rispetto all'attuale 5,8% in coerenza con la riduzione imputabile al limitato aggiornamento delle condizioni di mercato.

Tabella 2 – Stima variazione WACC 2025 vs 2024 in base alle proposte Terna su aggiornamento beta asset e tax rate (evidenziate in verde)

<i>Scenario inerziale</i>	
WACC 2024	5,8%
Riduzione tassi di mercato	-10 bps
Riduzione gradualità debito	-25 bps
Stima WACC 2025	5,5%
<i>Modifiche proposte da Terna</i>	
Aumento beta (da 0,37 a 0,4)	+15 bps
Aumento tax rate (da 29,5% a 30,1%)	+6 bps
Stima WACC 2025	5,7%

Osservazioni generali

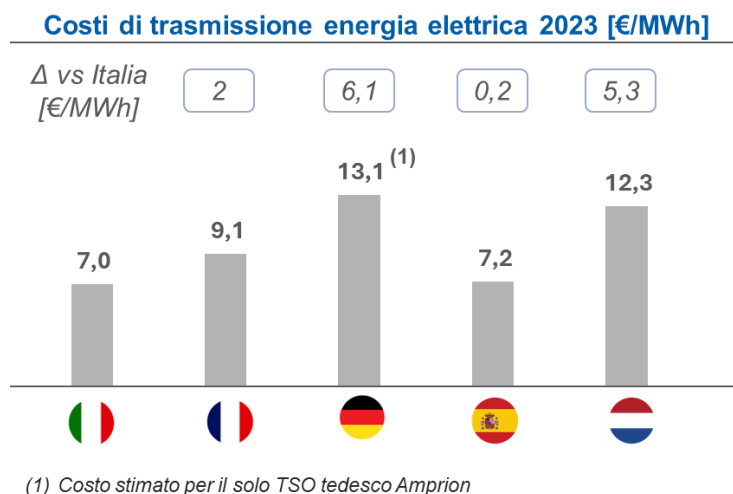
- 1) Il sistema energetico sta affrontando una radicale trasformazione, caratterizzata dall'avvio di impegnativi piani di investimento per la realizzazione di nuove infrastrutture finalizzate ad abilitare il processo di transizione energetica.
- 2) In tale quadro la fissazione del WACC ha un ruolo cruciale nell'assicurare il finanziamento degli investimenti infrastrutturali necessari al raggiungimento dei target europei di decarbonizzazione e di riduzione dei costi dell'energia.
- 3) Ciò è particolarmente vero per gli investimenti nel settore della trasmissione, interessato nei prossimi anni da un piano di investimenti senza precedenti e finalizzato ad assicurare una maggiore efficienza sui mercati elettrici, un aumento della produzione rinnovabile con una conseguente graduale riduzione del numero di ore in cui il gas risulterà la fonte marginale nel mercato dell'energia e quindi una conseguente forte riduzione dei prezzi, nonché una migliore qualità del servizio e un incremento della resilienza della rete.
- 4) La possibilità di sostenere il livello degli investimenti nella trasmissione già previsto nei Piani di sviluppo e di difesa di Terna, che è accompagnata da un inevitabile aumento del livello di indebitamento *(omissis)*, è legata a condizioni di finanziamento caratterizzate da tassi di interesse molto più elevati rispetto a quelle degli anni passati; in merito giova ricordare come il costo del debito marginale sia passato da valori stabilmente sotto l'1% registrati fino al 2021 a valori oggi che sfiorano il 4% (o superiori nel caso di bond ibrido, come quello emesso da Terna ad aprile 2024 che prevede una cedola annuale del 4,8%) con un aumento di circa 350 bps i cui impatti sono stati catturati solo in minima parte dalla formula del WACC, fissato per la trasmissione per il 2024 al 5,8% con un incremento di soli 80 bps rispetto al valore del 5% riconosciuto per il biennio 2022-23.

(omissis)

(omissis)

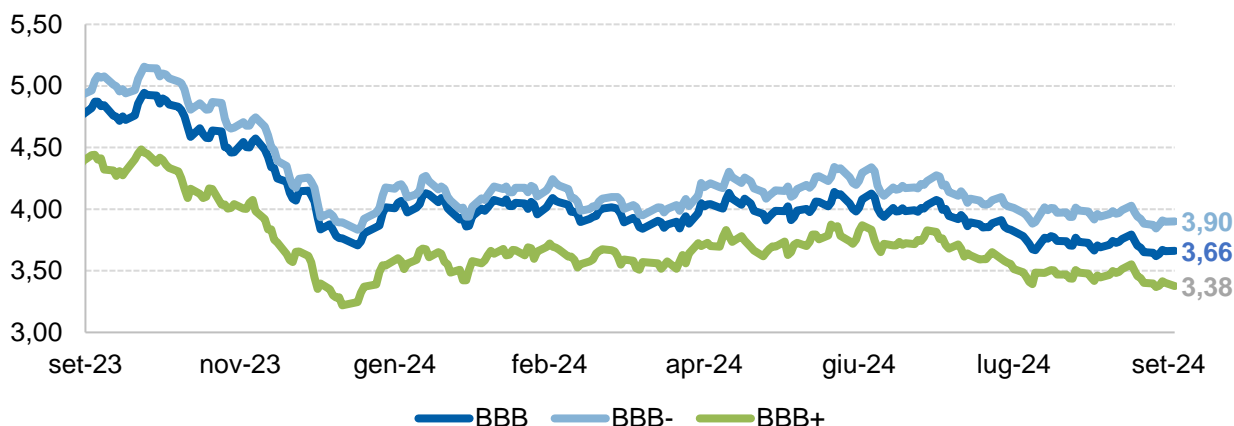
- 6) A tale risultato ha sicuramente contribuito l'ultima revisione della formula del WACC del 2021, che prevede una remunerazione del costo del debito calcolata facendo riferimento a un indice obbligazionario europeo che non tiene conto del maggiore costo del debito di un'impresa italiana legato al rischio paese, come previsto nella precedente formula regolatoria e osservabile sul mercato.
- 7) Peraltro, tale minore livello di remunerazione è confermato anche dal confronto con i principali Paesi UE dei livelli del corrispettivo per la trasmissione elettrica, calcolato come rapporto tra i ricavi regolati (al netto degli incentivi dei TSO) ed il consumo di energia elettrica dei singoli paesi.

Figura 2 – Confronto internazionale corrispettivo per la trasmissione elettrica



- 8) Con riferimento alla trasmissione elettrica, se si condivide la necessità di un forte sviluppo degli investimenti in infrastrutture al fine di abilitare il processo di transizione energetica e permettere la riduzione dei prezzi dell'energia elettrica all'ingrosso, è prioritario evitare - nell'ambito dell'aggiornamento infra-periodo del WACC 2025-27 – qualsiasi forma di riduzione del tasso di remunerazione riconosciuto. Diversamente, ciò pregiudicherebbe la realizzazione degli investimenti necessari a garantire l'integrazione delle FER, permettere la riduzione dei prezzi all'ingrosso e, al contempo, far fronte alle crescenti criticità di gestione del sistema elettrico conseguenti alla crescita delle fonti non programmabili. È chiaro, infatti, che a fronte di un aumento del costo del debito di oltre 300 punti base rispetto ai valori antecedenti al 2022, immaginare di ridurre ulteriormente quello che è stato un adeguamento del WACC di soli 80 punti base lo scorso anno, **(omissis)**.
- 9) In merito evidenziamo come a partire dall'analisi dell'indice *iBoxx € Non-Financials BBB 7-10y* (preso a riferimento per la stima del costo del debito riconosciuto nella formula del WACC) sia possibile stimare – scorporando i bond sottostanti al suddetto indice per le diverse classi di *rating* assegnate da S&P (BBB+, BBB, BBB-) – l'impatto per Terna in termini di aumento del costo del debito legato ad un *downgrade* di un *notch* che risulterebbe pari a ca 25/30 bps destinati a salire a 50/60 bps in caso di *downgrade* da BBB+ a BBB- (scenario che sarebbe accompagnato anche da potenziali problematiche di accesso al mercato nei periodi con maggiore volatilità).

**Figura 3 – Confronto «iBoxx € Non-Financials BBB 7-10y» distinte per classe di rating
– Analisi Terna su dati S&P e Bloomberg**



10) Vale la pena ricordare anche come una riduzione del 10% del WACC riconosciuto a Terna determinerebbe un risparmio sul costo annuo della bolletta dei clienti domestici limitato a circa 0,5 €/MWh, ovvero un valore risibile rispetto agli impatti negativi che si registrerebbero per i clienti finali in termini di mancata riduzione dei prezzi all'ingrosso in ragione della mancata realizzazione degli investimenti infrastrutturali. A titolo esemplificativo si fa presente, sulla base di simulazioni Terna relative al 2023, in caso di capacità installata FER aggiuntiva di 10 GW (in esercizio dal 1/1/2023) il PUN medio sarebbe potuto diminuire di circa 7÷9 €/MWh rispetto al valore medio di riferimento del 2023 pari a 127 €/MWh. Considerando gli obiettivi e gli scenari di incremento della capacità da fonte rinnovabile risulta evidente la risibilità dell'impatto tariffario derivante da variazioni del tasso WACC rispetto al risparmio conseguito.

(omissis)

- 18) Entrando più nel merito delle considerazioni puntuali formulate dall'Autorità, nel documento per la consultazione ARERA propone la revisione di alcuni parametri specifici della formula come il beta asset e il tax rate.
- 19) In merito al beta, Terna non condivide la proposta in consultazione di differenziazione del parametro tra i diversi servizi infrastrutturali elettrico e gas con il riconoscimento di valori per la trasmissione elettrica - compresi in un range di 0,35-0,37 – inferiori rispetto a quelli delle altre attività e settori regolati.
- 20) Riteniamo infatti che nell'aggiornamento dei criteri di determinazione del beta asset l'Autorità dovrebbe seguire il percorso già tracciato a fine 2021 quando, in occasione dell'approvazione dei criteri di definizione e aggiornamento del WACC 2022-27, aveva previsto di incrementare dal 2022 il beta della trasmissione elettrica da 0,35 a 0,37 in una logica di primo allineamento verso il valore di 0,4 riconosciuto a livello europeo per tutti i servizi elettrico/gas.

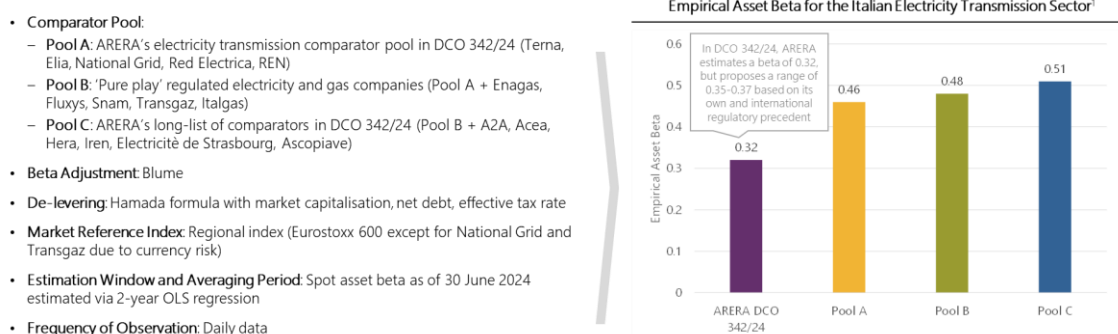
- 21) Tale riferimento risulta ancora valido oggi come emerge dal benchmark internazionale riportato in consultazione in cui si evidenzia (al netto di casi puntuali come Francia e Belgio da non considerare nel confronto per via delle specificità adottate di determinazione del parametro) un valore riconosciuto a livello europeo nel 2024 pari a ca. 0,4 per tutti i servizi e settori regolati.
- 22) In relazione alla differenziazione tra settori, si osserva che OFGEM in una recente decisione sui criteri generali del periodo RII-3 valido per trasmissione e trasporto/distribuzione gas (in vigore dal 2026) ha confermato ancora una volta l'opportunità di adottare un coefficiente beta unico per tutti i settori infrastrutturali, giustificando peraltro tale scelta attraverso il confronto dei beta di Terna, Snam e Italgas che non evidenziano sostanziali differenze tra loro, con il beta di Terna che presenta anzi valori superiori a quello di Italgas.
- 23) Pur apprezzando lo sforzo dell'Autorità nel definire - per quanto possibile – criteri dettagliati e trasparenti per la stima del parametro, al fine di migliorare la prevedibilità del modello di determinazione del WACC, Terna ritiene che la metodologia di calcolo prospettata in consultazione presenti elementi di discrezionalità a cominciare dalla scelta del campione di imprese quotate comparabili sui cui svolgere l'analisi.
- 24) Come evidenziato anche nello studio di Bazhutov, Betzer, Stehle dal titolo *"Beta estimation in the European network regulation context: what matters, what doesn't, and what is indispensable"*, richiamato in consultazione, il solo modo per stimare il rischio sistematico di imprese regolate è quello di calcolare il beta rispetto ad un unico campione di imprese la cui quota di ricavi regolati supera la soglia del 90% (di norma quelle di trasmissione e trasporto gas con l'inclusione, per la sola distribuzione gas, di Italgas).
- 25) Tale approccio trova riscontro anche nelle prassi adottate in passato dall'Autorità (da ultimo i DCO 347/18 e 512/18 sul trasporto gas) dove l'orientamento è sempre stato quello di escludere il più possibile dall'analisi sul β_{asset} i dati relativi alle *parent company* che operano in un contesto di rischio diverso rispetto alle società esclusivamente infrastrutturali ritenendo, a tale scopo, opportuno osservare congiuntamente i valori di società attive a livello europeo nel settore del trasporto gas e della trasmissione elettrica anche al fine di disporre di un numero di osservazioni statisticamente significativo.
- 26) La decisione dell'Autorità di suddividere le imprese in sotto-campioni diversi in base al settore (elettrico vs gas) e alle attività svolte (trasporto e trasmissione vs distribuzione) ha comportato la necessità di ridurre al 20% la quota minima di ricavi regolati da utilizzare come soglia di riferimento per l'individuazione delle imprese da analizzare: la fissazione di una quota di ricavi superiori, pur rendendo il campione più rappresentativo, avrebbe infatti impedito la selezione di un numero sufficiente di *peers* per le attività di distribuzione.

- 27) Tuttavia, la scelta di privilegiare la numerosità del campione a scapito della rappresentatività comporta inevitabili distorsioni ancora più accentuate dal fatto che la quota di *peers* con bassi ricavi da attività regolate è concentrata nelle attività di distribuzione.
- 28) L'inclusione nel campione della distribuzione elettrica e gas anche di società che svolgono attività diverse, caratterizzate da una maggiore rischiosità, comporta infatti una sovrastima del relativo beta come risulta evidente dai risultati dell'analisi presentata in consultazione in cui il beta delle attività di distribuzione risulta superiore del 25-30% rispetto a quello dei servizi di trasmissione e trasporto, differenziale che non trova alcun tipo di giustificazione in funzione del *framework* regolatorio per cui non si registrano infatti significative differenze alla luce anche dell'applicazione dei criteri comuni di regolazione ROSS-base.
- 29) Da un punto di vista teorico, come evidenziato anche dallo studio già citato del CASMEF (LUISS) l'uniformità del *framework* regolatorio applicato ai diversi servizi insieme alla sostanziale omogeneità dei settori elettrico e gas in termini di elasticità della domanda non rende giustificabile la previsione di campioni di imprese differenziati per la stima del beta dei diversi servizi infrastrutturali.
- 30) Peraltro l'approccio dell'Autorità di stimare il beta sulla base di campioni diversi risulta in contrasto con la prassi adottata dalla gran parte dei regolatori europei (tra cui UK, Francia, Spagna, Germania e Austria) che, come evidenziato nello studio NERA, prendono a riferimento sostanzialmente lo stesso pool di imprese per la stima del beta di tutti i settori e dei servizi differenziandoli eventualmente sulla base più di valutazioni di carattere qualitativo volte a riflettere specificità locali (come nel caso della Francia che notoriamente ha uno sviluppo della rete gas inferiore a quella elettrica, legata al limitato impiego del vettore gas)
- 31) Oltre alla scelta del campione, Terna ritiene anche altri aspetti della metodologia di calcolo del beta asset proposti in consultazione poco robusti.
- 32) Tra questi rientra la scelta delle modalità di de-levering per passare dal beta levered di mercato al beta asset per cui l'Autorità propone di fare riferimento al rapporto D/E pari al rapporto tra indebitamento di lungo periodo e valore dell'equity di libro invece che al rapporto tra debito netto e capitalizzazione di mercato secondo quanto previsto dalla teoria finanziaria.
- 33) Come più dettagliatamente spiegato dal CASMEF nello studio allegato al presente documento di risposta, il Beta levered è calcolato sulla base del corso azionario delle imprese sul mercato ed è quindi influenzato dalla struttura finanziaria valutata dagli investitori, che non coincide mai con i valori di bilancio, specie in presenza di operatori di rete regolati e remunerati in base al capitale investito regolatorio riconosciuto (RAB).
- 34) L'evidenza della validità di un approccio di de-levering fondato su valori di mercato risulta dal fatto che, se effettivamente l'investitore valutasse l'impresa sulla base dei

valori di bilancio - e non sulla base del capitale riconosciuto - il rischio in termini di Beta levered sarebbe molto più elevato per un'impresa come Terna fortemente capital intensive essendo la sua leva finanziaria di bilancio difficilmente sostenibile nel medio lungo periodo.

- 35) L'importanza di utilizzare valori di mercato per le procedure di de-levering del beta viene sottolineata nella letteratura economica in cui si evidenziano gli effetti distorsivi sulla struttura finanziaria delle imprese derivanti dall'utilizzo di dati contabili ai fini del calcolo dei parametri sector-specific del WACC (si veda, tra gli altri, "*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*" di Koller, Goedhart e Wessels del 2005 e "*Principles of Corporate Finance*" di Brealey, Myers e Allen del 2006).
- 36) Peraltro, anche in questo caso, la proposta in consultazione risulta in contrasto con quella fatta da tutti gli altri regolatori europei che ai fini del de-levering utilizzano sempre la capitalizzazione di mercato come misura del patrimonio netto.
- 37) Rimanendo nell'ambito del confronto internazionale, un ulteriore elemento che distingue la metodologia proposta da ARERA per il calcolo del beta rispetto a quella adottata dagli altri regolatori riguarda la scelta di utilizzare valori giornalieri del beta a due anni mediati su un orizzonte pluriennali (2019-23) invece di fare riferimento ai valori di beta registrati nell'anno in corso.
- 38) Applicando i metodi comunemente utilizzati dagli altri regolatori in ambito internazionale (su cui si rimanda per maggiori dettagli allo studio NERA allegato alla risposta alla consultazione) è quindi possibile stimare per la trasmissione elettrica un beta molto superiore a quello presentato dall'Autorità in consultazione con valori stimabili nell'ordine di 0,5 per diversi campioni di imprese di riferimento considerati.

Figura 5 – Analisi Beta per la trasmissione elettrica secondo best practice europea



- 39) Con riferimento alla prospettata riduzione del tax rate dal 29,5% al 28% riteniamo che in alcun caso possa interessare il servizio di trasmissione essendo il valore di tax rate di Terna, come desumibile dai conti annuali separati, sostanzialmente allineato al valore vigente riconosciuto nel WACC.
- 40) Qualsiasi proposta di riduzione dell'attuale valore determinerebbe un mancato riconoscimento dell'onere fiscale sostenuto da Terna in contrasto con i principi e criteri

tariffari di riconoscimento di costi incomprimibili. In quest'ottica, al fine di riconoscere l'onere fiscale sostenuto riteniamo corretta la proposta di differenziare il tax rate per singolo servizio.

- 41) Si evidenzia tuttavia che l'eliminazione di alcune agevolazioni fiscali (ACE) comportano già dal bilancio di esercizio 2024 un aumento di circa 60/70 bps del valore di tax rate del servizio di trasmissione che può essere quindi stimato ad un valore non inferiore al 30%.
- 42) In coerenza con le passate decisioni regolatorie si richiede pertanto che il valore di tax rate per il servizio di trasmissione previsto per il prossimo triennio 2025-27 venga adeguato al fine di intercettare le modifiche già intervenute nella normativa fiscale di riferimento.
- 43) Per quanto riguarda infine i parametri base, che saranno oggetto di un aggiornamento secondo formule predefinite, è importante evitare discontinuità metodologiche garantendo una coerenza tra i criteri già adottati nel triennio 2022-24.
- 44) In una ottica di continuità, Terna ritiene opportuno confermare anche il meccanismo di aggiornamento annuale trigger basato sull'attuale soglia di 50 punti base secondo la vigente formulazione di controllo della variazione di quei parametri che ne comportano l'attivazione.
- 45) Si riportano di seguito le osservazioni più puntuali su:
- la proposta Terna sui criteri di calcolo del beta asset;
 - la ricostruzione del valore di tax rate di Terna desumibile dai dati di bilancio del biennio 2022-23.

Osservazioni specifiche

Beta

46) Terna non condivide la proposta di differenziazione del parametro beta asset tra i diversi servizi infrastrutturali elettrico e gas con valori per la trasmissione elettrica - compresi in un range di 0,35-0,37 – inferiori rispetto a quelli riconosciuti alle altre attività e settori regolati.

47) In linea generale, riteniamo che la regolazione dovrebbe infatti tendere a rendere omogenei gli attuali livelli di remunerazione per le reti elettriche e gas alla luce anche delle diverse esigenze di investimento nei due settori in considerazione degli obiettivi di decarbonizzazione.

(omissis)

50) In tale ottica riteniamo opportuno che l'aggiornamento dei criteri di determinazione del beta asset sia condotto con l'obiettivo di fornire un quadro il più certo possibile garantendo un pieno allineamento del parametro della trasmissione elettrica rispetto a quello degli altri servizi regolati.

51) A tal proposito si evidenzia come a fine 2021, in occasione dell'approvazione dei criteri di definizione e aggiornamento del WACC 2022-27, era stato previsto dall'Autorità di incrementare dal 2022 il beta della trasmissione elettrica da 0,35 a 0,37 in una logica di primo allineamento verso il valore riconosciuto dagli altri Regolatori Europei per tutti i servizi elettrico/gas stimato nel 2021 nell'ordine di 0,4.

52) In relazione a tale aspetto si evidenzia come la forchetta proposta in consultazione non solo non riduce il gap esistente tra il valore del β asset riconosciuto alla trasmissione elettrica in Italia e quello riscontrabile in ambito europeo ma lo aumenta confermando un disallineamento nel valore del beta della trasmissione elettrica rispetto a quello degli altri settori/servizi che non trova riscontro nella maggiore parte dei Paesi Europei come di seguito evidenziato.









53) Prendendo a riferimento i dati relativi al confronto internazionale dei beta asset riconosciuti per i diversi servizi regolati, riportato nella tabella 5 del documento per la consultazione, risulterebbe a livello europeo un beta asset per la trasmissione elettrica nel 2024 pari mediamente a 0,38.

54) In termini generali, occorre tuttavia evidenziare come tale analisi di benchmark deve essere necessariamente depurata da eventuali valori *outlier*, legati a diversità nella metodologia di calcolo del beta e a specificità locali, che rischiano altrimenti di fornire indicazioni errate in merito alla differenziale del parametro tra settore elettrico e gas.

55) Tra questi rientrano il caso del Belgio per il settore trasmissione elettrica e della Francia per il settore gas.

- 56) Nel caso del Belgio si evidenzia infatti che il valore del parametro beta riconosciuto per la trasmissione (0,32) non può essere considerato rappresentativo ai fini del calcolo del valore medio riconosciuto a livello europeo dagli altri Regolatori nella misura in cui risulta calcolato prendendo a riferimento il valore del beta effettivo di Elia e non di un paniere di più imprese regolate europei come previsto dalla prassi regolatoria.
- 57) Nel caso della Francia, si evidenzia invece che il beta fissato dalla CRE per il trasporto gas pari a 0,47 non riflette l'analisi dei valori effettivi osservati sul mercato (pari a 0,36-0,39) quanto piuttosto considerazioni di carattere puramente qualitativo in merito alla rischiosità del settore legata però alle specificità del Paese che, come noto, è caratterizzato da un limitato sviluppo della rete gas rispetto a quella elettrica (legato a sua volta al limitato impiego del vettore gas).
- 58) Depurando dal confronto tali effetti distorsivi, si osserva come il livello del parametro β asset adottato dai regolatori di diversi Paesi dell'Eurozona tende anche nel 2024 a collocarsi su valori prossimi a 0,4.

Tabella 3 – Confronto beta levered riconosciuti a fini regolatori – Anno 2024

								Media	Mediana
	TSO	0,35	0,40	0,40	0,39	0,41	0,37	0,39	0,40
	DSO	0,35	0,40	0,40	0,39	0,41	0,41	0,39	0,40
	TSO	0,35	0,40	0,40	0,39	0,42	0,38	0,39	0,40
	DSO	0,35	0,40	0,40	0,39	-	0,46	0,40	0,40

- 59) In merito al secondo punto, ovvero l'eventuale differenziazione del beta tra i servizi regolati legata al quadro normativo e regolatorio, si osserva come l'introduzione della regolazione ROSS-base abbia portato alla definizione di criteri e principi uniformi per tutti i servizi infrastrutturali di rete regolati riducendo quindi ulteriormente la presenza di eventuali elementi di disallineamento a livello di framework regolazione che possono giustificare la definizione di valori diversi del parametro beta.
- 60) Come evidenziato al punto 6.3 della consultazione, la stima del parametro β non è un processo deterministico.
- 61) Al fine di ridurre il più possibile i margini di discrezionalità che sussistono al momento della stima è quindi necessario, facendo riferimento anche a quanto previsto dalla teoria economica e alle best practice dei Regolatori europei, identificare modalità di determinazione del parametro:
- comuni a tutti i servizi a partire dalla scelta del campione delle imprese comparabili;

- basate su criteri di calcolo fondati e coerenti.

- 62) In relazione alla scelta del campione di imprese, si evidenzia come la prassi regolatoria della maggior parte dei paesi europei sia quella di determinare il beta dei diversi servizi regolati rispetto allo stesso insieme di imprese.
- 63) Sul piano teorico tale scelta risulta coerente nel quadro del Capital Asset Pricing Model (CAPM) in cui il beta riflette il rischio sistemico cui sono esposte società che operano in uno stesso mercato o, come nel caso specifico delle imprese infrastrutturali elettrico e gas, accomunate da un framework regolatorio omogeneo tra i diversi settori regolati.
- 64) Diversamente da tale approccio, in consultazione l'Autorità propone di stimare il beta in maniera distinta per i diversi servizi regolati sulla base di insiemi di imprese diversi per settore (elettrico e gas) e attività (trasmissione e trasporto/distribuzione).
- 65) In linea generale al fine di stimare correttamente il parametro beta di un determinato settore/servizio il campione di imprese analizzato dovrebbe, per quanto possibile, includere solo società quotate operanti in attività pertinenti rispetto all'attività svolta dalle imprese regolate.
- 66) Come evidenziato anche nello studio di Bazhutov, Betzer, Stehle dal titolo *"Beta estimation in the European network regulation context: what matters, what doesn't, and what is indispensable"*, richiamato all'interno del documento per la consultazione, l'unico modo per evitare tali errori di stima del beta è quello di includere nel campione solo le imprese con quota di ricavi derivanti da attività regolate superiori al 90%.
- 67) Al fine di non escludere un numero eccessivo di imprese dal campione della distribuzione, l'Autorità propone tuttavia in consultazione di abbassare tale soglia di ricavi al 20%.
- 68) Il risultato di includere nel solo campione della distribuzione anche società che svolgono attività diverse, caratterizzate per natura da una maggiore rischiosità, comporta una forte sovrastima del relativo beta come risulta evidente dai risultati dell'analisi condotta dall'Autorità in cui il beta delle attività di distribuzione risulta superiore del 25-30% rispetto a quello di trasmissione e trasporto, differenziale che non trova alcun tipo di giustificazione da un punto di vista teorico e sostanziale.
- 69) Anche in relazione ai criteri di stima del calcolo del beta, alcune proposte presentate in consultazione appaiono a nostro avviso poco giustificabili da un punto di vista applicativo. Ci riferiamo, ad esempio, alle modalità di de-levering con cui calcolare il valore del beta asset a partire dal beta levered piuttosto che al periodo di osservazione dei dati.
- 70) Al fine di valutare metodologie alternative per la stima del beta, sono stati approfonditi con il supporto della società NERA gli approcci adottati dagli altri regolatori in ambito internazionale. Dalle principali evidenze emerse da tale benchmark – rappresentate

di seguito in maniera sintetica – risulta evidente come la metodologia proposta da ARERA sia in alcune scelte non coerente con l’approccio seguito a livello europeo.

Figura 6 – Benchmark internazionale su parametri di calcolo del beta

	 Austria	 Belgio	 Francia	 Germania	 Olanda	 Portogallo	 Spagna	 Gran Bretagna	 Italia (Proposta DCO 342/24)
Campione unico	✓		✓	✓	✓		✓	✓	
Capitalizzazione di mercato per de-leveraging	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Beta adjusted	✓	✓ <i>Applicato per i DSO</i>		✓		✓			✓
Indice di mercato europeo	✓		✓	✓	✓		✓	✓	
Valore spot	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

71) Facendo riferimento alle best practice europee, abbiamo quindi provato a stimare il valore del beta asset sulla base delle seguenti ipotesi:

- **Campione di riferimento:** utilizzo di un campione unico che, a partire dalle imprese di trasmissione (Elia, National Grid, Red Electrica, Ren e Terna), includa anche le altre imprese infrastrutturali gas identificabili come “pure play” ovvero con ricavi regolatori superiori ad una soglia del 90% (Enagas, Fluxis, Snam TRANSGaz e Italgas) per comprendere poi le restanti imprese identificate nel DCO per i servizi di distribuzione elettrica e gas;
- **Metodologia per il de-leveraging:** utilizzo della leva finanziaria (D/E) calcolata come rapporto tra debito netto e capitalizzazione di mercato in coerenza con le modalità di calcolo del beta levered;
- **Correzione dei valori dei beta:** utilizzo del valore adjusted del beta levered in coerenza con le best practice per il calcolo del WACC sulla base del CAPM poiché statisticamente, nel corso del tempo, il beta dovrebbe presentare valori tendenti a quelli di mercato e in particolare utilizzo della correzione di Blume poiché di più facile ed immediata applicazione rispetto a quella di Vasicek;
- **Indice di mercato di riferimento:** utilizzo dell’indice di riferimento del mercato relativo all’Eurozona e, per le imprese operanti nel Regno Unito, l’indice FTSE 100;
- **Frequenza e periodo di osservazione:** utilizzo del valore del beta stimato con regressione su un periodo di 2 anni il più ravvicinato possibile al momento della

stima per riflettere le attuali condizioni di mercato, ad esempio mediando i valori giornalieri sull'orizzonte degli ultimi 3 mesi.

72) Sulla base di tali criteri, si riporta di seguito il valore medio del β asset con riferimento ai tre campioni di cui sopra calcolato per semplicità facendo riferimento alla data del 30/06/2024.

Tabella 4 - Stima del parametro β asset adjusted pari alla media dei valori giornalieri osservati negli ultimi tre mesi (1 luglio 2024 - 25 settembre 2024)

Campione	β asset
Campione 1 – Operatori Trasmissione DCO 342/24 <i>(Terna, Elia, National Grid, Red Electrica, REN)</i>	0,47
Campione 2 – Operatori “Pure play” <i>(Campione 1 + Enagas, Fluxys, Snam, Transgaz, Italgas)</i>	0,49
Campione 3 – Campione allargato <i>(Campione 2 + A2A, ACEA, HERA, Iren, Electricité de strasbourg, Ascopiave)</i>	0,51

Campione di imprese di riferimento

73) L'individuazione del campione di imprese comparabili è uno degli elementi più critici nella determinazione del parametro β .

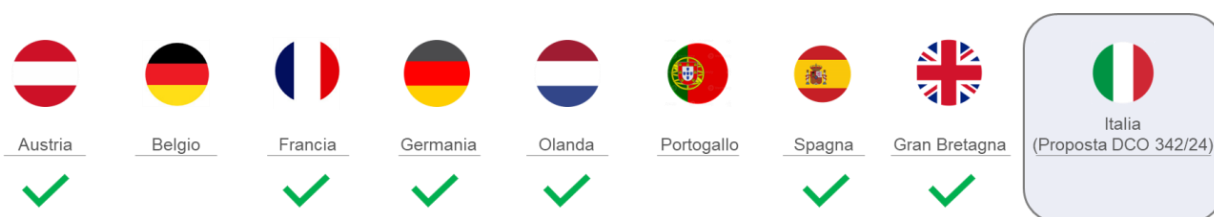
74) Con riferimento ai settori regolati, la letteratura economica (come nel caso di Damodaran) suggerisce di includere nel campione di imprese da analizzare società quotate che svolgono in gran parte attività regolate (cd pure play ovvero con ricavi regolati superiori al 90%) eventualmente considerando, al fine di disporre di un numero di osservazioni statisticamente significativo, anche imprese che non svolgono tali attività in modo esclusivo

75) Come evidenziato dal CASMEF nel proprio studio, la posizione dell'ARERA riguardo la composizione dei campioni di riferimento per i soggetti regolati muove da principi non distanti da quelli sinteticamente descritti ma si sostanzia in scelte non condivisibili da un punto di vista teorico ed empirico.

76) In particolare la scelta di individuare dei sottocampioni di imprese distinti per i diversi servizi ha determinato la necessità di individuare una quota minima di ricavi regolati pari solo al 20% al fine di evitare di avere un numero non significativo di imprese per il settore della distribuzione elettrica e gas introducendo però, in tal modo, delle distorsioni nella diversa valorizzazione dei beta legata al fatto che le imprese con ricavi ridotti da attività regolate sono esclusivamente concentrate nei sotto-campioni della distribuzione.

- 77) Al fine di evitare tali distorsioni l'unica soluzione è quella di utilizzare per la stima del beta un campione unico di imprese per tutti i servizi infrastrutturali elettrico e gas, da limitare eventualmente alle sole imprese infrastrutturali “pure play” ovvero le imprese upstream di trasmissione elettrica e trasporto gas (con l'aggiunta di Italgas per la distribuzione elettrica).
- 78) Tale scelta è giustificata a livello empirico anche dall'allineamento dei valori di beta di tali imprese che, come si evince dalla figura 3 riportata nel documento per la consultazione, sono ormai sostanzialmente coincidenti dopo un periodo di divergenza legato all'andamento anomalo del mercato durante il periodo della pandemia, accentuato dalle tensioni registrati nella prima fase del conflitto russo-ucraino.
- 79) Come evidenziato di seguito l'utilizzo di un campione pressoché unico di imprese per tutti i servizi/settori infrastrutturali trova conferma anche nell'approccio seguito dalla maggior parte dei paesi europei (salvo Belgio e Portogallo che scontano però il limite di stimare il beta della trasmissione con riferimento solo al TSO locale a differenza di quanto avviene per gli altri servizi) giustificando tale scelta sulla base del fatto che non vi è alcuna differenza sostanziale nel rischio sistematico tra i settori a causa della loro natura monopolistica e del quadro normativo comune.

Figura 7 – Benchmark su adozione campione unico per la determinazione del beta



- 80) Peraltro, come evidenziato ai punti precedenti, la scelta di un campione unico è stata recentemente ribadita da OFGEM nel documento *Sector Specific Methodology Decision* (SSMD) che definisce i criteri generali di RIIO-3 (1 aprile 2026-31 marzo 2031) per i settori della trasmissione elettrica, trasporto e distribuzione gas.
- 81) Nel documento OFGEM evidenzia infatti come, in assenza di un “*comparator pure play*” da prendere a riferimento per la stima del beta asset dei diversi servizi, è opportuno utilizzare un campione unico di imprese infrastrutturali per fissare il beta di trasmissione elettrica, trasporto e distribuzione gas.
- 82) L'evidenza della validità di tale approccio risiede anche nella robustezza del beta (nel senso di vicinanza di valori) con riferimento a società che sono oggetto di framework regolatori analoghi, come Terna, Snam e Italgas i cui valori di beta – come osservato da OFGEM – non presentano significative differenze.

Modalità di de-levering per il calcolo del beta asset

- 83) Con riferimento al criterio di calcolo del beta asset, determinato tramite de-levering a partire dal beta levered osservato sul mercato, si condivide l'orientamento di confermare l'utilizzo della formula di Hamada in continuità con l'approccio adottato nelle precedenti decisioni regolatorie.
- 84) Per quanto riguarda invece il rapporto D/E da considerare nella formula si ritiene opportuno fare riferimento al rapporto tra il valore di debito netto e capitalizzazione di mercato, in luogo dei valori di libro proposti in consultazione.
- 85) Rispetto alla valorizzazione dell'equity, da un punto di vista computazionale la validità di tale approccio trova conferma nel fatto che il Beta levered viene calcolato sulla base del corso azionario delle imprese sul mercato ed è quindi influenzato dalla struttura finanziaria valutata dagli investitori, che non coincide con i valori di bilancio, specie in presenza di operatori di rete regolati e remunerati in base al capitale investito regolatorio riconosciuto (RAB).
- 86) In altri termini, se l'investitore valutasse l'impresa sulla base dei valori di bilancio e non sulla base del capitale riconosciuto, il rischio in termini di Beta levered sarebbe molto più elevato essendo la leva finanziaria di bilancio difficilmente sostenibile nel medio-lungo periodo.
- 87) Ciò esclude peraltro a priori eventuali rischi di circolarità nella determinazione del parametro beta asset essendo quest'ultimo determinato andando proprio a depurare gli effetti della leva finanziaria considerata dagli investitori per la stima iniziale del Beta Levered.
- 88) In merito, come evidenziato anche dal CASMEF (Luiss), si fa presente che l'utilizzo di valori contabili per le procedure di de-levering, oltre a non garantire una soluzione alle presunte problematiche in tema di circolarità sollevate dall'Autorità in consultazione, rischia semmai di introdurre effetti distorsivi nella determinazione dei parametri *sector-specific* del WACC.
- 89) In merito Koller² chiarisce che “... *the WACC represents the expected return on a different investment with identical risk. Rather than invest in the company, management could return capital to investors, who could reinvest elsewhere. To return capital without changing the capital structure, management can repay debt and repurchase shares, but must do so at their market value. Conversely, book value represents a sunk cost, so it is no longer relevant.*” Anche Brealey e Myers³ specificano che “...*you remember that book values are not relevant to estimating the cost of capital. When estimating the weighted average cost of capital, you are not interested in past investments but in current values and expectations for the future.*”

² Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Valuation: measuring and managing the value of companies. John Wiley & Sons.

³ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on real options. Journal of Applied Corporate Finance.

- 90) A ciò si aggiungono anche le criticità legate alla limitata disponibilità dei valori contabili al più su base trimestrale rispetto a valori del beta levered rilevati su base giornaliera, motivo che giustifica a maggior ragione l'utilizzo di un rapporto D/E calcolato su valori di mercato perché consente di utilizzare per l'operazione di de-levering dati giornalieri rendendo quindi il processo di calcolo più trasparente e replicabile.
- 91) Da ultimo si evidenzia come l'utilizzo ai fini del de-levering di un rapporto di D/E basato su valori di mercato risulta pienamente coerente con la prassi adottata dagli altri regolatori in ambito europeo che utilizzano tutti a differenza di quanto proposto da ARERA, il debito netto per la stima del valore del debito (D) e la capitalizzazione media di mercato dell'anno per la stima dell'equity (E).

Figura 8 – Benchmark su utilizzo capitalizzazione di mercato per il calcolo della leva finanziaria



Correzione di Blume

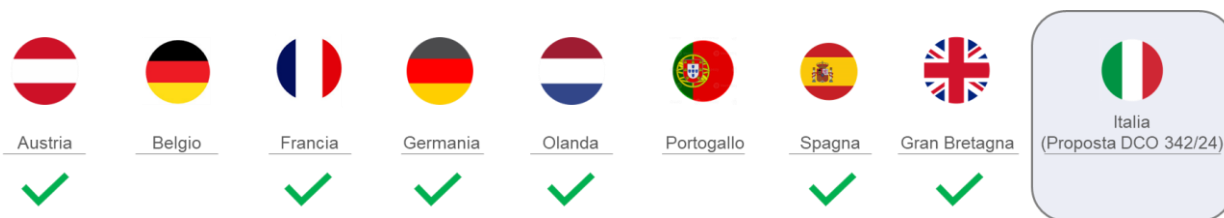
- 92) Per determinare il beta asset si ritiene corretto partire dal valore del beta *levered adjusted* definito secondo la metodologia di Blume sulla base del potenziale rischio insito nell'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) di sottostimare il parametro beta.
- 93) Evidenze della letteratura indicano infatti che, per i titoli azionari con beta inferiore a 1, il CAPM potrebbe tendere a sottostimare in modo sistematico il costo dell'equity.
- 94) Tale evidenza poggia sull'osservazione tratta dallo studio di Blume⁴ per cui i beta sottostanti alle singole attività tendono a "regredire" nel tempo verso il valore di lungo periodo (media dei beta), ovvero all'unità.
- 95) L'utilizzo di un parametro *adjusted* tramite la metodologia di Blume avrebbe quindi il beneficio di ridurre il rischio derivante da una potenziale distorsione nelle stime del CAPM.

Indice di mercato di riferimento

⁴ Si veda Blume, M. E. (1975). Betas and their regression tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), 785-795.

96) Nell'ipotesi che gli investitori diversifichino il proprio portafoglio nell'ambito dei mercati appartenenti alla medesima valuta, di norma nell'analisi si dovrebbe considerare l'indice di mercato relativo all'Eurozona. Tale approccio trova conferma dal benchmark internazionale da cui risulta la gran parte dei paesi, ad eccezione di Belgio e Portogallo, utilizzano l'indice europeo per la stima del beta levered.

Figura 9 – Benchmark utilizzo indice europeo



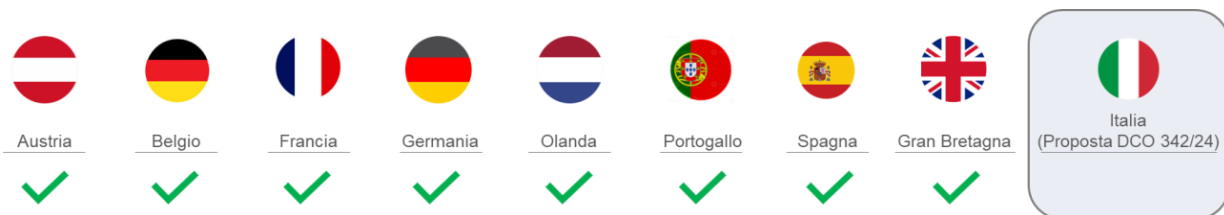
Frequenza e periodo utilizzati per la rilevazione delle osservazioni

97) Terna ritiene corretto l'utilizzo di rilevazioni giornaliere in quanto consentono l'accesso ad una maggiore disponibilità di osservazioni e secondo recenti studi conducono anche a stime più solide del parametro.

98) Come per la frequenza di rilevazione, anche per il periodo di osservazione la scelta di periodi più lunghi aumenta il numero di osservazioni disponibili riducendo così l'errore nelle stime. Tuttavia, nei casi in cui l'andamento del coefficiente beta sia variabile nel tempo, ciò potrebbe portare ad includere valori che si discostano anche in misura significativa da quelli più recenti.

99) Come riportato nel report di Nera, la prassi regolatoria a livello internazionale, adotta tipicamente una soluzione che considera l'ultimo valore di beta giornaliero disponibile su Bloomberg stimato attraverso regressione lineare su un orizzonte di periodo che va da 2 a 5 anni, senza quindi ricorrere a medie dei valori giornalieri come proposto da ARERA. Una soluzione di compromesso potrebbe essere quella di utilizzare la media di valori giornalieri su un periodo più breve rispetto ai cinque anni proposti da ARERA: in particolare si potrebbe utilizzare la media giornaliera degli ultimi tre mesi antecedenti la data di fissazione del parametro, fermo restando un periodo di due anni per la regressione.

Figura 10 – Benchmark su utilizzo valore spot



100) In merito occorre rilevare come l'utilizzo di media giornaliera su periodi di 2/5 anni non consentirebbe di cogliere la tendenza significativa al rialzo registrata a partire dal 2024.

Tax rate

101) Storicamente l'Autorità ha sempre determinato il WACC reale pre-tasse, incrementando il tasso di remunerazione post-tasse in base ad un coefficiente teorico di imposte (c.d. Tax rate o parametro T) uguale per tutti i settori e servizi regolati elettrico e gas calcolato a partire dal livello medio di tassazione delle imprese.

102) L'utilizzo di un parametro univoco ai fini del calcolo del valore finale del WACC (in questo caso, relativo all'incidenza fiscale), senza quindi tener conto delle specificità di singoli settori/servizi, può essere giustificata solo a fronte di eventuali problematiche relative ad una modellizzazione puntuale del parametro che rischierebbe altrimenti di comportare una sovra-stima (o una sottostima) del WACC riconosciuto alle imprese non giustificata da effettivi costi.

103) In merito, l'esempio più evidente è dato dalla stima del beta asset che, come abbiamo ampiamente evidenziato all'interno del documento, presenta forti elementi di discrezionalità nelle modalità di calcolo che possono portare a valori del parametro per i singoli servizi e settori regolati significativamente divergenti tra loro non giustificabili a fronte di un framework regolatorio simile e delle prassi convenzionalmente adottate dagli altri regolatori europei.

104) Gli stessi elementi di discrezionalità non si riscontrano invece nel calcolo del Tax rate che può essere determinato puntualmente da ARERA – in occasione delle revisioni infraperiodo del WACC - a partire dall'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale riscontrabili nei rendiconti annuali separati delle principali imprese, tenendo conto anche dell'evoluzione della disciplina fiscale.

105) Il ricorso a misurazioni di carattere puntuale rende pertanto possibile l'eventuale riconoscimento tariffario a copertura delle tasse in modo adeguato al carico fiscale dei diversi servizi regolati.

106) Ad oggi tale esigenza non si è mai manifestata per Terna nella misura in cui il tax rate riconosciuto convenzionalmente nel WACC (pari al 29,5% per tutti i servizi regolati) è sempre stato sostanzialmente allineato a quello riscontrabile a bilancio opportunamente depurati da eventuali effetti riconducibili a partite straordinarie o di natura contingente (es. fruizione di agevolazioni fiscali, presenza di componenti reddituali non rilevanti ai fini fiscali ecc.)

107) Come già osservato in occasione dell'ultima review sul WACC di fine 2021, la mancata correzione di tali partite straordinarie - che possono influenzare sia il risultato dell'esercizio sia l'imponibile fiscale - non consente di calcolare in maniera corretta l'effettivo livello dell'incidenza fiscale dell'impresa.

- 108) Ai fini della fissazione del Tax rate da riconoscere nel valore di WACC pre-tasse in vigore per il periodo 2024-27, nel documento per la consultazione l'Autorità propone una riduzione del parametro T dall'attuale 29,5% al 28%, corrispondente all'incidenza fiscale media riscontrabile dall'analisi dei bilanci dei principali operatori infrastrutturali attivi nei settori elettrico e gas relativi agli anni 2022 e 2021, con quest'ultimo preso a riferimento preliminarmente in attesa dei valori relativi all'esercizio 2023.
- 109) Come evidenziato anche dall'Autorità al punto 9.7 della consultazione, tale valore risente tuttavia *“di una elevata differenziazione tra attività regolate [...] con una incidenza più bassa (mediamente) per le attività downstream rispetto a quello upstream, nonché un'elevata differenziazione tra gestori.”*
- 110) A conferma di ciò si riportano di seguito i valori del tax rate di Terna come risultanti dal bilancio consolidato 2022 e 2023, una volta normalizzati da partire straordinarie e/o non ricorrenti, che si attestano rispettivamente su valori medio pari al 29,5%.

Tabella 5 – Calcolo tax rate Terna per il biennio 2022-2023

Bilancio consolidato Terna	2022	2023
Risultato ante imposte	1.233,4	1.244,6
Imposte totali	355,4	364,3
Tax rate di bilancio	28,81%	29,27%
Risultato ante imposte	1.233,4	1.244,6
<i>Componenti del risultato fiscalmente non rilevanti e/o non ricorrenti</i>	0,48	-7,02
Risultato ante imposte normalizzato	1.232,9	1.251,6
Imposte totali	355,4	364,3
<i>Componenti non rilevanti e/o non ricorrenti</i>	-9,7	-4,9
Imposte rettificate sul reddito normalizzato	365,1	369,2
Tax rate normalizzato	29,61%	29,50%

- 111) Qualsiasi proposta di riduzione dell'attuale valore non è pertanto condivisibile dando luogo ad un mancato riconoscimento dell'onere fiscale sostenuto da Terna, in contrasto con i principi e criteri tariffari di pieno riconoscimento di un costo per natura incompressibile.
- 112) I valori di tax rate rinvenibili dai bilanci 2022-23 di Terna risultano peraltro sottostimati non considerando l'impatto atteso dall'abrogazione prevista con Decreto legislativo alla Riforma Fiscale 2024 a partire dall'anno corrente 2024 dell'incentivo fiscale denominato "Agevolazione Crescita economica" c.d. ACE (introdotto con decreto-legge 6 dicembre 2011 n.201 nell'ottica di incentivare la patrimonializzazione delle imprese mediante una detassazione di una parte del reddito imponibile proporzionale agli incrementi del patrimonio netto).

- 113) Il tax rate rinvenibile dai bilanci 2022-23 andrebbe quindi rivisto al rialzo considerando l'impatto di tale riforma in coerenza con quanto già fatto in passato da ARERA a fine 2015 quando, per tener conto anche dell'introduzione di tale agevolazione, aveva ridotto a partire dal 2016 il tax rate riconosciuto nel WACC (dal 35,7% al 34,4%).
- 114) L'impatto atteso per Terna derivante dall'eliminazione dell'agevolazione fiscale ACE è stimabile in un aumento del Tax rate nell'ordine dello 0,6% rispetto ai valori 2022 e 2023 che pertanto, a valle di tale correzione, risulterebbe pari a un valore medio del 30,1% come di seguito evidenziato.

Tabella 6 – Calcolo tax rate Terna depurato effetto ACE per il biennio 2022-2023

Bilancio consolidato Terna	2022	2023
Tax rate normalizzato	29,61%	29,50%
Agevolazione crescita economica (ACE)	7,0	7,7
Imposte rettifiche sul reddito normalizzato	372,1	376,9
Tax rate normalizzato depurato effetto ACE	30,18%	30,12%

- 115) L'impatto derivante dall'abrogazione dell'agevolazione ACE trova conferma con quanto segnalato dall'Istat nel comunicato del 5 luglio 2024 "Effetti dei provvedimenti fiscali sulle imprese - Anno 2024" secondo cui le imprese che non potranno più usufruire della deduzione ACE subiranno un incremento dell'aliquota effettiva IRES mediamente pari ad un punto percentuale.
- 116) In coerenza con le passate decisioni regolatorie è necessario, pertanto, che il valore di tax rate per il servizio di trasmissione previsto per il prossimo triennio 2025-27 venga fissato ad un valore non inferiore al 30% intercettando le modifiche già intervenute nella normativa fiscale di riferimento. Diversamente ARERA dovrebbe prevedere un riconoscimento di un WACC post tasse. Con riferimento anche alla consultazione ARERA sul deflatore quello che non può avvenire è prevedere un WACC reale pre-tasse con una rivalutazione degli asset che non sia coerente con l'inflazione e un riconoscimento delle tasse nel WACC che non sia rappresentativo delle tasse effettivamente versate da ciascuna impresa.