



PROXIGAS

DCO 342/2024/R/com

**Tasso di remunerazione del
capitale investito: orientamenti
per la definizione del parametro
BETA e l'aggiornamento dei
parametri per il sub-periodo
2025-2027**

Osservazioni PROXIGAS

30 settembre 2024

Premessa

Proxigas formula le proprie osservazioni agli orientamenti illustrati dall'Autorità nel documento per la consultazione n. 342/2024/R/come relativi al tasso di remunerazione del capitale investito, per la definizione del parametro BETA e per l'aggiornamento dei parametri per il sub-periodo 2025-2027 (di seguito: DCO).

Osservazioni generali

Il tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas (WACC) è un parametro molto rilevante in quanto determina in modo sostanziale non solo il valore delle aziende regolate, in particolare per le società quotate, ma anche la propensione all'investimento delle stesse, i cui effetti, tuttavia, si dispiegano solo nel medio termine e in ultima istanza ricadono su tutti i clienti finali.

L'aggiornamento del parametro beta e di alcuni parametri funzionali al calcolo del WACC per il sub periodo 2025-2027 dovrebbe pertanto perseguire, insieme alla corretta individuazione e valutazione degli elementi tecnici e quantitativi sottesi, l'individuazione di valori congrui che permettano di traguardare non solo obiettivi di brevissimo termine, ma soprattutto quelli di medio termine.

Il settore energetico italiano, nel più ampio contesto globale, sta vivendo un periodo di profondo cambiamento sia a seguito degli sfidanti obiettivi di decarbonizzazione fissati a livello europeo e nazionale, che per le rapide evoluzioni tecnologiche nel campo dell'energia, che si aggiungono ai radicali cambiamenti nelle fonti di approvvigionamento del gas naturale a seguito del conflitto russo-ucraino.

Le sfide legate alle misure da intraprendere per contenere gli effetti del riscaldamento climatico richiedono il rilancio delle attività di investimento in infrastrutture energetiche secondo opportune logiche di efficienza e selettività, anche in ottica di adeguamento sinergico delle infrastrutture gas per abilitarle a svolgere un ruolo fondamentale per l'integrazione delle fonti di energia rinnovabile, sia gas che elettriche, perseguendo una transizione economicamente sostenibile.

Il livello del rischio non diversificabile delle attività regolate, intercettato dal parametro beta del WACC, per le imprese regolate del settore del gas negli ultimi anni ha subito un sensibile incremento, in particolare a seguito di un aumento tendenziale del rischio non diversificabile di settore legato ai recenti eventi bellici e alle crisi inflazionistiche da questi provocate, che ha colpito soprattutto i Paesi importatori netti di gas (quali l'Italia), nonché le aziende che operano nei mercati gas, con effetti che non possono ancora considerarsi esauriti. A ciò si somma poi una maggiore sensibilità sul tema della decarbonizzazione e della transizione energetica, che - pur non determinando alcun rischio concreto con riferimento al futuro ruolo del gas (per cui, anzi, sono previsti utilizzi in sinergia con il vettore elettrico) - può comunque contribuire ad una percezione di maggior rischio da parte degli investitori relativamente ad alcune attività.

Conseguentemente, a differenza di quanto illustrato dall'Autorità nel DCO, si esprimono dubbi rispetto ad una potenziale riduzione dei valori di beta attualmente riconosciuti nei servizi regolati gas.

In generale, sarebbe auspicabile una maggiore trasparenza sui dati, i calcoli e le analisi sottese alle proposte di valori di beta indicati nel DCO. Una maggiore intellegibilità dei calcoli che hanno portato all'individuazione dei valori di beta del campione di imprese individuate nel DCO agevolerebbe, infatti, la condivisione e/o l'effettuazione di osservazioni puntuali in merito.

Una riduzione del WACC sul periodo 2025-2027 non adeguatamente giustificata e supportata, esporrebbe, infatti, il sistema energetico ad elevati rischi di sotto-investimento o di differimento temporale degli stessi, con effetti negativi per il consumatore finale sia in termini di sicurezza degli approvvigionamenti e resilienza del sistema che di efficiente perseguimento degli obiettivi di politica energetica nazionale e comunitaria.

È inoltre fondamentale prevedere criteri di determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito e la definizione di valori del WACC quanto più stabili e prevedibili nel tempo, sia a beneficio degli operatori regolati che degli investitori finanziari, che ponderano le loro scelte di investimento tenendo conto della chiarezza e stabilità regolatoria di ciascun paese.

Con riferimento al parametro T "aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato d'esercizio" non si concorda con il valore proposto dall'ARERA e si ritiene, invece necessario quantificarlo sterilizzando gli effetti dei fenomeni straordinari, non ricorrenti o derivanti da agevolazioni fiscali, che sono invece intercettati nel calcolo del tax rate come rapporto fra totale imposte e risultato ante imposte desumibile dai bilancio.

Al fine di riflettere l'effettivo carico fiscale appare infatti più corretto considerare un tax rate normalizzato, depurato da tutti i valori riconducibili a incentivi derivanti dalla normativa fiscale, partite straordinarie e ad ogni altro aspetto di natura contingente.



Risposte agli spunti di consultazione

Il parametro beta

S1. Osservazioni rispetto alle modalità di de-leveraging

Si condivide la formula per il *de-leveraging* proposta dall'Autorità, che risulta in linea con la prassi di mercato.

Con riferimento alla modalità di calcolo della leva finanziaria per l'*unlevering* del beta, per quanto riguarda il valore del debito si ritiene più opportuno considerare il debito netto (ossia debito totale al netto della liquidità ed equivalenti della liquidità) in luogo di quello lordo: ciò consente di tenere conto di imprese contraddistinte da un elevato livello di liquidità ed evitare doppi conteggi del medesimo debito. Invece, in relazione alla valorizzazione dell'*equity* si ritiene più opportuno considerare il relativo valore di mercato in luogo di quello di libro.

A tal proposito, si rimanda al Report di Brattle *"Ulteriori osservazioni relative al calcolo del Beta e del Total Market Return per i settori regolati dell'energia in Italia"* del 2 dicembre 2021, trasmesso nell'ambito della risposta Anigas al DCO 488/2021. Nel Report, Brattle evidenzia che l'approccio metodologico individuato dagli studi accademici consiste nell'utilizzare il valore di mercato del debito e dell'*equity*, ma che una soluzione pratica è di usare il valore contabile del debito, che è una buona indicazione del valore di mercato del debito, e il valore di mercato dell'*equity*, che di solito è differente dal suo valore contabile ma è una buona *proxy* del valore della RAB che non viene finanziata con il debito.

I valori contabili dell'*equity* rappresentano un valore originale o "storico", che non necessariamente coincide con il valore "attuale" di una società, determinato dalla capacità della società di generare flussi di cassa e rispecchiato nel valore della capitalizzazione di mercato.

Con riferimento al punto sollevato da ARERA circa la possibile circolarità per le imprese regolate tra l'ammontare dei ricavi regolati, calcolati con la metodologia Building Block, e il valore dei parametri del WACC calcolati con il valore di mercato dell'*Equity*, Brattle evidenzia al riguardo che:

- le imprese regolate del settore dell'energia hanno una ingente infrastruttura sul cui valore contabile, indicizzato all'inflazione, è calcolata la RAB. Ciò determina un ammontare complessivo le cui fonti di finanziamento corrispondono al valore dell'*Equity* e del Debito. L'utilizzo del valore di mercato e non del valore contabile dell'*Equity* non ha sostanzialmente impatto sul gearing perché il calcolo del gearing viene effettuato su valori elevati dell'*Equity* e del Debito. Un incremento percentuale del valore dell'*Equity*, considerato a valore di mercato, si traduce in una immateriale modifica del gearing;
- il WACC è calcolato come media ponderata del costo dell'*Equity* e del costo del debito, con i pesi dati dall'incidenza percentuale rispettivamente dell'*Equity* e del debito sul totale complessivo. L'utilizzo del valore di mercato e non contabile dell'*Equity*, ove avesse un impatto, si sostanzierebbe in un impatto deflattivo sul WACC, nei casi in cui il peso dell'*Equity* sul totale delle fonti di finanziamento aumenta, e il peso del debito diminuisce. In questi casi si riduce il costo dell'*Equity* perché l'*equity* beta - calcolato sull'asset beta, il gearing e l'aliquota fiscale - è inferiore, e si riduce anche il costo del debito perché un minore peso dell'indebitamento migliora il rating della società, che può indebitarsi a condizioni migliori.



Inoltre, si condivide che per ciascuna impresa del campione analizzato, venga utilizzato il parametro β che esprime l'**aliquota fiscale effettiva** di ciascuna impresa del campione, in linea di principio sterilizzando gli effetti di fenomeni straordinari, non ricorrenti o derivanti da agevolazioni fiscali.

S2. Osservazioni rispetto al campione di imprese

In linea di principio, si condividono le metodologie proposte per la selezione e la definizione del campione di imprese utilizzato per il calcolo del parametro β . Va tuttavia ricordato che, anche in presenza di un campione abbastanza aderente al mercato di riferimento (in questo caso i servizi infrastrutturali energetici in Italia), le risultanze dell'analisi svolte sul campione non vanno comunque intese in senso deterministico ai fini della fissazione dei β , quanto piuttosto come un'indicazione di massima; è quindi sempre importante "calare" i risultati nel contesto di riferimento.

In particolare, apprezziamo la previsione di selezionare imprese operanti in Paesi con *rating* elevato, tenendo conto della liquidità dei titoli di borsa e della coerenza geografica, perseguendo stime rappresentative della rischiosità effettiva delle attività regolamentate.

In merito al campione rilevante ai fini dell'analisi dei livelli del parametro β nel settore del trasporto del gas naturale, non si condivide la proposta di includere la società Fluxis in quanto ha un titolo poco liquido (spread bid-ask) per cui non si ritiene corretto venga inserita nel campione del trasporto gas.

Con riferimento al settore della distribuzione gas, si osserva che le imprese del campione non rappresentano adeguatamente il mercato italiano per i seguenti motivi:

- la quota di mercato aggregata delle aziende italiane di distribuzione del gas quotate è inferiore al 50% (a differenza di quanto si riscontra nel campione);
- la società National Grid non risulta più attiva nel settore della distribuzione gas in Europa, avendo completamente dismesso ogni attività in questo settore, motivo per cui non si condivide la proposta di includerla nel campione;
- buona parte delle aziende di distribuzione del campione, anche quelle italiane, operano sia nel mercato gas che in quello elettrico, essendo quindi in grado di compensare i differenti livelli di rischio a cui sono soggette con impatto sul β .

Inoltre, sempre con riferimento al settore della distribuzione, segnaliamo che teoricamente e in linea di principio - anche se ci si rende conto che ciò non risulta fattibile, in quanto di norma le società non espongono gli utili per business - potrebbe risultare più appropriato selezionare il campione con riferimento all'EBITDA, in luogo del criterio dei ricavi.

Infatti, mentre nei settori regolati i ricavi rappresentano una buona proxy dell'EBITDA, per le utilities con esposizione a generazione, vendita e/o trading di energia, i ricavi e lo spaccato degli stessi non sono necessariamente indicatori di marginalità. L'andamento di borsa di un titolo dipende infatti dalla profittabilità dell'azienda nel suo complesso. Basarsi sui ricavi può quindi esporre alla circostanza di assegnare un maggior profilo di rischio ad un operatore che svolge sia attività regolate che non regolate, determinando eventuali scelte differenti nella composizione del campione (e conseguenti possibili diversi risultati in termini di β ottenuto).



Inoltre, sempre con riferimento al settore della distribuzione gas, occorrerebbe valutare attentamente se includere nel campione aziende che - pur svolgendo attività regolate - hanno una quota di ricavi derivanti dall'attività di distribuzione gas molto limitata rispetto a quelli degli altri business regolati, in quanto l'inclusione di tali aziende nel campione potrebbe alterare il risultato dell'analisi (beta) che poi sarà applicato all'intero mercato della distribuzione gas.

Come già evidenziato nelle osservazioni generali, sarebbe infine auspicabile una maggiore trasparenza rispetto ai valori dei ricavi derivanti da attività regolate e da attività non regolate considerati da Arera nell'ambito delle analisi esposte nel DCO, nonché in generale rispetto ai calcoli e alle elaborazioni sottese alle proposte. Ciò al fine di agevolare la condivisione e/o l'effettuazione di osservazioni puntuali in merito.

S3. Osservazioni rispetto all'opportunità di applicare la correzione di Blume ai valori del beta raw, fornendo elementi giustificativi, e di differenziare il trattamento tra i settori, anche per tenere conto della differente rappresentatività dei campioni

Si condivide la proposta dell'Autorità di applicare la sola correzione di Blume ai valori del beta *raw*, in luogo della media raw-Blume, in quanto priva di qualsiasi riferimento teorico. Proprio la formula di Blume, rappresentando la metodologia storicamente più in uso per trasformare il beta storico in beta prospettico e per migliorare la predittività del parametro, consente di ridurre il rischio di sottostimare la rischiosità dell'asset e ne migliora la robustezza.

Riteniamo che l'applicazione della stessa formula di Blume a tutti i settori regolati dell'energia e del gas sia apprezzata dai mercati in quanto ciò aumenta la visibilità regolatoria e la percezione di stabilità, semplicità, coerenza e trasparenza, migliorando la valorizzazione di borsa degli asset.

S4. Osservazioni rispetto alla frequenza delle osservazioni

Si ritiene più appropriato l'utilizzo di rilevazioni settimanali, in quanto la frequenza settimanale può aiutare a ridurre il rischio di eventuali divergenze dovute a imperfezioni o turbative di mercato e alla maggiore volatilità riscontrata sulle osservazioni giornaliere.

Sebbene Arera sottolinei nel DCO che, grazie alla buona liquidità dei titoli considerati nel campione, l'adozione di osservazioni giornaliere non comporta differenze significative rispetto all'utilizzo di stime settimanali, si ritiene che i dati rilevati su base settimanale risulterebbero più affidabili per i titoli meno liquidi presenti all'interno del campione proposto per la distribuzione gas.

S5. Osservazioni rispetto all'indice di mercato di riferimento

Si evidenzia che nel Report Brattle già sopra richiamato, veniva indicato di prendere come indici di riferimento (i) l'indice Stoxx Europe 600 (SXXP Index) per le società operanti nell'Eurozona e (ii) l'indice FTSE 100 (UKX Index) per le società operanti nel Regno Unito.

In particolare, si evidenzia che l'indice di mercato nazionale per l'Italia (FTSE MIB) risulta falsato in termini di volatilità rispetto ad altri mercati europei a causa della sovra-esposizione al settore bancario che è notoriamente caratterizzato da un beta più elevato rispetto al settore gas. Il peso del settore bancario nel FTSE MIB risulta pari a circa 30%

(rispetto a circa 10% nell'indice Stoxx Europe 6001). La volatilità dell'indice FTSE MIB rispetto all'indice Stoxx Europe (parametro beta) risulta significativamente superiore a 1 (tra 1.1 e 1.2) a confermare la maggiore "volatilità" dovuta alla sovra-esposizione al settore bancario.

Lo stesso indice regionale Eurostoxx è, del resto, stato già suggerito da Oxaera, nel report *"Estimating the cost of capital for Italian electricity and gas networks, Prepared for AEEGSI"* del 2015, nonché utilizzato nelle precedenti decisioni sul beta e indicato nelle linee guida di cui al dco 308/2021.

S6. Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.

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

In linea di principio, si ritiene che il periodo di osservazione considerato per il calcolo del beta debba essere rappresentativo delle vicende e dei rischi a cui sono state esposte le imprese regolamentate.

In tale logica, non ritenendo corretto considerare i dati fino al solo anno 2023, escludendo quelli afferenti al 2024, suggeriamo di considerare i dati dell'ultimo biennio (Q3 2022-Q3 2024), cosicché il periodo di osservazione traguardi fino al mese precedente la pubblicazione del provvedimento finale, come già accaduto in passato, al fine di non discostarsi in maniera significativa dai più rappresentativi dati recenti.

Inoltre, non è chiaro perché Arera al paragrafo 3.32 evidenzi di prendere i dati compresi tra il 2014 e 2023, posto che poi ai successivi paragrafi 3.33 e 3.34 evidenzia che intende tenere conto delle evidenze del parametro beta registrate nell'ultimo quinquennio (2019-2023). Considerando che i valori del beta sono stimati da Bloomberg tramite regressione lineare dei rendimenti giornalieri delle imprese rispetto all'indice di riferimento nazionale nei due anni precedenti, tale metodologia sembrerebbe poi, di fatto, estendere il periodo di osservazione delle performance a ritroso fino all'anno 2017.

S8. Osservazioni rispetto alle conclusioni sui valori del parametro beta

Come espresso nelle osservazioni generali, non si ravvedono elementi di contesto tali da rendere giustificabile una riduzione dei valori di beta attualmente riconosciuti nei servizi regolati gas.

In linea generale, si rileva un aumento del livello del rischio non diversificabile delle attività regolate gas legato ai recenti eventi bellici e alle crisi inflazionistiche da questi innescate, che ha impattato soprattutto sui Paesi importatori netti di gas (come l'Italia), nonché sulle aziende che operano nel mercato gas, con effetti che non possono ancora considerarsi esauriti. A ciò si somma poi una maggiore sensibilità sul tema della decarbonizzazione e della transizione energetica, che - pur non determinando alcun rischio concreto con riferimento al futuro ruolo del gas (per cui, anzi, sono previsti utilizzi in sinergia con il vettore elettrico) - può comunque contribuire ad una percezione di maggior rischio da parte degli investitori relativamente a talune attività.

¹ data osservazione: 17/9/2024



In aggiunta alle osservazioni specifiche già riportate ai precedenti spunti di consultazione, relative all'individuazione del campione di riferimento e alle relative elaborazioni sottese al calcolo dei valori riportati nella tabella 9, non si comprende la ratio sottostante la scelta di individuare l'intervallo di possibili valori di beta per il 2025-2027 assumendo i) quale limite inferiore del *beta unlevered* specifico dei singoli servizi, la media tra i dati effettivi risultanti dal campione di riferimento e i dati risultanti dal confronto con altri paesi, e ii) quale limite superiore, i valori attualmente riconosciuti di *beta unlevered*.

Oltre al fatto che non si ravvedono apparenti motivazioni per l'utilizzo della predetta metodologia ai fini del calcolo del limite inferiore del range, si osserva che la scelta di un approccio così focalizzato sul contesto internazionale rischia di essere fuorviante, soprattutto se nell'applicare i risultati ottenuti, questi non vengono opportunamente "calati" nel contesto di riferimento, al fine di tenere conto delle peculiarità dei mercati italiani e delle specificità dei diversi servizi infrastrutturali.

Gli intervalli di beta proposti per i servizi del trasporto e distribuzione gas appaiono penalizzanti, oltre al fatto che l'approccio sopra proposto potrebbe creare una sorta di "circularità" tra le scelte delle altre Autorità di Regolazione Nazionale, non supportate da idonee motivazioni ed evidenze, peraltro adottate nel passato e per contesti non comparabili a quello italiano.

Condividendo la finalità di individuare valori congrui del parametro beta, anche tenendo conto dei limiti intrinseci alle stime elaborate, in particolare data l'assenza di un campione di imprese regolate davvero significativo per stimare il beta, si evidenzia la necessità che nella determinazione del beta si considerino anche fattori di natura qualitativa che incidono sul profilo di rischio intrinseco della specifica attività regolata italiana.

Con riferimento specifico all'*unlevered beta* della distribuzione gas, occorre, ad esempio, tener conto del fatto che, operando in regime di concessione e non in proprietà, la distribuzione gas presenta una rischiosità intrinseca maggiore rispetto al trasporto gas e alla trasmissione elettrica. Questo in particolare in Italia, dove il mercato risulta altamente frammentato e l'affidamento delle concessioni avviene tramite gare per periodi non superiori a 12 anni, con modalità articolate e peraltro spesso oggetto di lunghi e complessi contenziosi amministrativi.

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

La revisione del beta deve consentire, da un lato, di aggiornare i valori dei beta sui valori più elevati per l'incremento della rischiosità intervenuto, e dall'altro lato di mantenere i differenti profili di rischiosità dei singoli settori, pari o leggermente superiori a quelli già riconosciuti, come riportato dall'Autorità al paragrafo 6.6 lettera a).

Ciò premesso e rimandando alle osservazioni riportate allo spunto S. 8, si evidenzia che il range di valori di beta proposti da Arera per il trasporto e la distribuzione del gas (colonna PROPOSTA 2025-2027 della Tabella 9) risultano penalizzanti anche in quanto riducono il differenziale tra i profili di rischiosità dei diversi settori regolati.



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

Si condivide la proposta di confermare, per i servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl, la determinazione di un valore del *beta unlevered* sulla base del medesimo differenziale rispetto al servizio di trasporto del gas naturale storicamente riconosciuto prima della correzione straordinaria del beta del trasporto.

S11. Osservazioni sulla decorrenza e la durata dei valori

In linea di principio si ritiene opportuno promuovere la certezza e stabilità della remunerazione riconosciuta, nell'interesse delle imprese, degli investitori e, in ultima analisi, degli utenti finali.

Per quanto riguarda le tempistiche di determinazione del beta, si ritiene che l'approccio finora impiegato si sia rivelato efficace. Ove l'ARERA ritenesse però di adottare un approccio differente, in cui i valori del beta sono aggiornati in un unico momento, il più possibile allineato con le tempistiche di definizione dei criteri del WACC, si ritiene fondamentale che ciò preveda sempre un'analisi specifica e approfondita del contesto dei singoli servizi. In altre parole, l'allineamento delle tempistiche di aggiornamento non dovrebbe far venire mai meno la necessità di approfondire ed analizzare gli specifici contesti dei singoli servizi infrastrutturali.

Si rimandano alla prossima consultazione per il 3PTIWACC valutazioni in merito alla durata dei prossimi parametri beta e del WACC, tenuto conto delle evoluzioni macroeconomiche più significative.

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

S12. Osservazioni sull'incidenza fiscale e la normativa rilevante

Il TIWACC 2022-2027, con riferimento al sub-periodo 2022-2024, ha fissato il valore dell'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio (T), pari a 29,5%.

Tale valore è stato definito nell'ambito del processo di consultazione relativo ai criteri per la determinazione e l'aggiornamento del WACC per le regolazioni infrastrutturali dei settori elettrico e gas nel secondo periodo di regolazione, in base ad un'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2019-2020, anche tenendo conto dell'evoluzione della disciplina fiscale.

Con il DCO 488/2021/R/com, l'Autorità aveva inizialmente proposto un valore del parametro *T* "pari al 28% coerente con gli esiti dell'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2019-2020 basato sui dati riportati nei rendiconti annuali separati delle principali imprese che operano nei servizi di trasporto e distribuzione del gas e trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica".

Tuttavia, in risposta al DCO, era stato opportunamente rilevato come l'incidenza fiscale dovesse essere calcolata con riferimento alla reale incidenza - individuando un tax rate "normalizzato", cioè, depurato degli effetti derivanti da operazioni di natura non ricorrente e dal ricorso a incentivi fiscali – e che tale incidenza fiscale reale nel biennio 2019-20 risultava significativamente più elevata di quella ravvisata dall'Autorità.

Pertanto, già per il triennio 2022-2024, l'Autorità ha deciso di non adottare il tax rate desumibile dai bilanci di esercizio (pari a circa il 28%) ma di fissarlo pari al 29,5%, con l'intenzione (esplicitata nella Relazione Tecnica al TIWACC) di "non estrarre



completamente i benefici che derivano dall'accesso a strumenti di agevolazione di tipo fiscale, compresi quelli per l'innovazione tecnologica, così da garantire un ragionevole bilanciamento tra imprese regolate e utenti dei servizi nella ripartizione dei benefici derivati da dette politiche pubbliche".

Ciò premesso, non si condivide l'orientamento di Arera di fissare il parametro T per il triennio 2025-2027 in un range tra il valore desumibile dalle evidenze disponibili (pari a circa il 28% sulla base dei dati del 2022 e in ogni caso da integrare con le evidenze che rileverà nell'esercizio 2023) e il valore attualmente riconosciuto pari a 29,5%.

Come già osservato nel 2021, in linea generale si conferma che i tax rate rilevabili dai bilanci degli operatori riflettono anche eventuali fenomeni straordinari o derivanti da agevolazioni fiscali che non sono rappresentativi del carico della tassazione ordinaria.

Pertanto, si ritiene corretto, ai fini della quantificazione del WACC dei settori regolati, considerare un valore di tax rate depurato da tutti i valori riconducibili a partite straordinarie, agli incentivi derivanti dalla normativa fiscale e ad ogni altro aspetto di natura contingente.

In particolare, per una corretta determinazione dell'incidenza fiscale occorre nettare in primo luogo gli effetti derivanti da operazioni straordinarie (per es. cessioni asset in *Participation Exemption* o PEX e affrancamento avviamenti con stanziamento di imposte anticipate) che determinano un effetto distorto di riduzione del tax rate di bilancio. È opportuno che tali effetti straordinari siano neutralizzati nell'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevata nel biennio 2022-2023, sia perché non inquadrabili nel *business as usual* delle società, sia perché non applicabili a tutte le società, in particolare quelle non soggette ad operazioni societarie (acquisizioni e cessioni di asset).

Inoltre, riguardo alle imposte da rapportare all'imponibile per determinare l'aliquota fiscale effettiva, è necessario sterilizzare gli effetti di tutte le altre voci relative a minori imposte o incentivi fiscali rinvenibili nei bilanci delle società (quali super e iperammortamento di beni strumentali, l'ACE, attività immateriali e partecipazioni di controllo, patent box, ecc.). Simili effetti non sono di norma desumibili dai dati dei rendiconti annuali separati e risultano in alcuni casi ricompresi in altre voci dei bilanci societari.

Tale sterilizzazione è necessaria, in primo luogo, per evitare di ridurre l'incentivo per gli operatori ad ottenere agevolazioni fiscali, come già evidenziato da Arera nel TIWACC, circostanza che non potrebbe non consentire, a livello di sistema, il raggiungimento delle finalità per le quali sono state introdotte.

Inoltre, utilizzare un tax rate normalizzato terrebbe conto anche dell'abolizione dall'anno 2024 di alcune politiche di agevolazione fiscale che in passato hanno portato l'Autorità a ridurre il tax rate riconosciuto nel WACC (ad es. l'ACE che, introdotta nel 2015, ha comportato una riduzione del parametro T a partire dal 2016 dal 35,7% al 34,4%).

Sulla base dei dati raccolti da un panel di 13 aziende che operano nei servizi infrastrutturali (si veda nota trasmessa l'11 giugno 2024, che per comodità si allega nuovamente), il livello dell'incidenza fiscale reale nel biennio 2022-2023 (una volta effettuata la normalizzazione descritta in precedenza) si attesta su un valore superiore al 30%, pertanto più elevata sia di quella rilevata dall'Autorità che del valore attualmente vigente nel sub-periodo 2022-2024.

Pertanto, per definire l'aggiornamento del parametro T, con riferimento al sub-periodo 2025-2027, si propone l'adozione di un valore almeno pari al 30%.



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

Ferma restando la necessità di normalizzazione descritta allo spunto S12, non si ritiene opportuno differenziare il peso della fiscalità per i diversi settori regolati in quanto non appare coerente con la filosofia e l'impostazione del TIWACC, improntata alla neutralità regolatoria.

Con la delibera 583/2015/R/COM l'Autorità ha attuato una profonda riforma delle modalità di determinazione del WACC che ha condotto all'unificazione dei criteri di determinazione per tutti i servizi infrastrutturali regolati dei settori elettrico e gas.

La riforma è stata finalizzata a:

- a) migliorare certezza e stabilità del quadro regolatorio, nell'interesse delle imprese, degli investitori e, in ultima analisi, degli utenti finali;
- b) garantire omogeneità nei criteri di determinazione dei tassi di remunerazione del capitale investito ed evitare che differenze nei tassi di remunerazione dei singoli servizi regolati, sia del settore elettrico sia del settore gas, possano dipendere da condizioni specifiche del periodo preso a riferimento.

Al fine di garantire l'individuazione di un tasso di remunerazione del capitale investito il più possibile prevedibile e certo ed evitare che situazioni o fattispecie congiunturali possano incidere sulla remunerazione di determinate attività regolate, si ritiene opportuno che Arera individui un unico valore del parametro T, calcolato prendendo a riferimento l'incidenza reale fiscale come meglio articolato allo spunto S.12.

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

In linea generale, si ritiene importante confermare le regole già definite con il TIWACC per l'aggiornamento infra-periodo dei parametri comuni del WACC, al fine di garantire stabilità regolatoria e prevedibilità nel tempo.

Tuttavia, con riferimento al costo del debito, non si condivide quanto previsto nel TIWACC in merito al coefficiente di gradualità (parametro γ) che nel secondo sub-periodo 2025-2027 dovrebbe passare da 33,3% a 66,6%, attribuendo un peso preponderante al costo del debito calcolato con la nuova metodologia.

Come già espresso nell'ambito della risposta al DCO 488/2021, un'adeguata gradualità di implementazione della nuova formula di calcolo del costo del debito è fondamentale per non penalizzare le aziende, in considerazione della rilevante discontinuità regolatoria e della necessità di non esporre gli operatori ad un improprio rischio regolatorio.

Il valore di 66,6% per il sub-periodo 2025-2027 non garantisce l'auspicata gradualità e non tiene conto dei tempi necessari alle aziende per la ristrutturazione del debito. Più opportuno sarebbe stato prevedere per tutto il periodo regolatorio un peso del 15% massimo attribuito al valore risultante dalla nuova metodologia di calcolo e 85% sul costo del debito riconosciuto con la metodologia precedente e pari a 2,4%. Inoltre, la scelta del 15% sarebbe stata già allora coerente con il peso del nuovo debito (φ_{new}) cioè con il peso del nuovo debito sul debito complessivo, assunto nella formula per il calcolo del Kd , per cui si ritiene opportuno confermare almeno il peso del 33,3% anche per il secondo semiperiodo.



Si evidenzia nuovamente che il nuovo approccio di calcolo del costo del debito non riesce a catturare integralmente il costo del debito storico in quanto quest'ultimo è anche il risultato di operazioni straordinarie e di efficientamento della struttura del debito, con particolare riferimento alle operazioni straordinarie di buyback di vecchi bond ed emissione di nuovi che comportano costi diluiti nel tempo.

Per quanto riguarda l'aggiornamento del parametro R_{Nominal} , come già espresso in precedenti consultazioni, l'individuazione di un tasso di rendimento delle attività prive di rischio dovrebbe prendere a riferimento i Paesi dell'area dell'euro con rating elevato senza definire *ex-ante* il paniere di riferimento, per evitare che eventuali *downgrade* di paesi inclusi a priori nel paniere conducano ad una conseguente contrazione dello *spread*.

Al riguardo, si evidenzia che l'aggiornamento del parametro R_{Nominal} , dovrebbe prendere a riferimento i Paesi dell'area dell'euro con rating almeno AA secondo la classificazione S&P (ai sensi del comma 3.3 del TIWACC): tale criterio porta quindi ad escludere dal calcolo la Francia, la quale, nell'agosto 2024, ha ricevuto un *downgrade* del proprio rating da AA a AA--; sulla base di quanto illustrato nel DCO non si riesce tuttavia a comprendere se la Francia sia stata o meno presa in considerazione ai fini del calcolo del parametro per il periodo settembre 2023-settembre 2024.

Per limitare il paniere a un massimo di quattro Paesi, come indicato nel documento di consultazione, andrebbe data priorità al paese con PIL maggiore tra quelli con rating pari o superiore a AA: al riguardo, si suggerisce pertanto l'inclusione dell'Irlanda tra i Paesi del campione di riferimento.

Meccanismo di trigger

S15. Osservazioni sul meccanismo di trigger.

Si ritiene che il meccanismo di trigger costituisca uno strumento efficace, la cui presenza andrebbe confermata anche per gli anni 2026 e 2027. Tutt'al più, stante le incertezze del quadro macroeconomico, sarebbe da valutare se sia corretto che il calcolo effettuato al fine della valutazione delle condizioni di azionamento del meccanismo debba essere esattamente il medesimo da effettuare per l'aggiornamento. Con riferimento alla proposta di ampliare il novero dei parametri considerati ai fini della verifica di attivazione del trigger, potrebbe poi avere senso intenderla in senso più ampio, includendo tutti i parametri comuni ai servizi infrastrutturali energetici che possono variare lungo il periodo regolatorio.