

## **Tasso di remunerazione del capitale investito. Orientamenti per la definizione del parametro beta e l'aggiornamento dei parametri per il sub-periodo 2025-2027**

Consultazione ARERA 342/2024/R/com del 30 luglio 2024

Osservazioni di Elettricità Futura

30 settembre 2024

### **Osservazioni generali**

In linea generale, apprezziamo il lavoro svolto da ARERA per individuare le soluzioni per l'aggiornamento dei criteri di determinazione del WACC per il prossimo semiperiodo di regolazione del 2025-27, illustrate nella consultazione.

Il provvedimento è di particolare **rilevanza alla luce degli ambiziosi obiettivi posti dal percorso di transizione energetica, che investiranno le reti della distribuzione elettrica di un rinnovato ruolo** connesso all'elettrificazione e all'accoglimento della crescente generazione distribuita.

Non va inoltre dimenticato il particolare contesto del **nostro paese, in cui sono presenti tariffe di rete stabilmente inferiori alla media europea** (dati Eurostat).

Riteniamo quindi importante che la definizione dei criteri di aggiornamento dei parametri alla base della regolazione tariffaria degli operatori infrastrutturali della distribuzione elettrica (e degli altri settori) sia basata su principi di chiarezza, precisione e corretto dimensionamento delle grandezze in gioco, e sottolineiamo l'importanza di **supportare maggiormente gli investimenti nelle reti di distribuzione nel breve e medio termine, tenuto conto degli interventi di sviluppo che dovranno essere fatti per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione, del livello inferiore delle tariffe rispetto a quelle degli altri paesi e del ridotto impatto sulle bollette del cliente finale.**

Per quanto in particolare riguarda il parametro beta, trattandosi di un processo non completamente deterministico, sarà fondamentale integrare le valutazioni quantitative con quelle qualitative, anche al fine di considerare come le attività dei distributori elettrici siano sempre più soggette a regolazioni complesse e che aumentano la volatilità dei ricavi. Inoltre, l'aumento degli eventi meteorologici estremi non appare sempre mitigato dai sistemi regolatori attuali, aumentando i rischi e le responsabilità per gli operatori nei confronti degli utenti e degli stakeholder.

### **Osservazioni puntuali**

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

Condividiamo le modalità di de-leveraging prospettate nel DCO. La conferma dell'utilizzo della formula di Hamada rappresenta una scelta coerente con l'approccio regolatorio già adottato in precedenti decisioni e garantisce una continuità metodologica che offre stabilità e chiarezza agli operatori di settore.

In tale ambito, in linea con la teoria di riferimento e le prassi regolatorie osservate negli altri Paesi europei, non condividiamo l'approccio dell'Autorità riguardo alla determinazione dei parametri debito ed equity. Con riferimento all'equity, riteniamo la capitalizzazione di mercato maggiormente adeguata a riflettere la reale percezione degli

investitori del valore delle società. Per quanto riguarda il debito, l'utilizzo del livello di indebitamento a lungo termine appare inadeguato poiché non considera la cassa e le attività liquide, portando a una stima distorta del rischio. Per questo suggeriamo l'utilizzo del debito netto.

S2. Osservazioni rispetto al campione di imprese.

Esprimiamo condivisione per le metodologie proposte per la selezione e la definizione del campione di imprese utilizzato per il calcolo del parametro beta. In particolare, apprezziamo l'approccio adottato da ARERA, che prevede la selezione di imprese operanti in settori pertinenti e Paesi con rating elevato, e che tiene conto della liquidità dei titoli e della coerenza geografica, aspetti fondamentali per garantire stime accurate e rappresentative della rischiosità effettiva delle attività regolamentate.

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.

In linea con la teoria di riferimento e le prassi regolatorie osservate negli altri Paesi europei, riteniamo opportuna l'adozione del solo aggiustamento di Blume, in ottica di uniformità per tutti i settori.

S4. Osservazioni rispetto alla frequenza delle osservazioni.

Riguardo alla frequenza delle osservazioni non siamo giunti a una posizione condivisa, quindi rimandiamo alle risposte dei singoli operatori.

S5. Osservazioni rispetto all'indice di mercato di riferimento

In linea con la teoria di riferimento e le prassi regolatorie osservate negli altri Paesi europei, riteniamo necessario ricorrere all'indice regionale Eurostoxx 600 in linea con quanto già condiviso dall'Autorità in esito alla fase di consultazione 308/2021.

S6. Osservazioni rispetto al periodo di osservazione.

Esprimiamo apprezzamento per la proposta di ARERA di considerare un periodo di osservazione quinquennale (2019-2023) per la determinazione del parametro beta. Questo orizzonte temporale consente di ottenere una rappresentazione adeguata e accurata delle dinamiche di mercato, permettendo di cogliere tendenze di medio termine che sono rilevanti per un settore regolato come quello energetico.

Riteniamo inoltre opportuno "avvicinare" il periodo di osservazione per il calcolo del parametro beta considerando i dati più recenti a disposizione (non limitandosi quindi fino al 2023). Ciò è ancora più rilevante alla luce della dinamica a rialzo del beta nei primi mesi del 2024. Tale approccio è stato peraltro già adottato dall'Autorità nel 2015.

In sintesi, riteniamo che il periodo di osservazione quinquennale sia appropriato, ma suggeriamo di considerare l'aggiustamento proposto, per assicurare che il parametro beta rifletta meglio il rischio effettivo e non episodico delle imprese regolamentate.

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

Consideriamo opportuno l'utilizzo di un calcolo del parametro beta basato su valori spot di mercato e non sulla media aritmetica dei valori giornalieri, in maniera tale da cogliere più efficacemente le condizioni del mercato. Questa scelta si pone in linea con la prassi di altre autorità europee.

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

Non consideriamo adeguato prevedere un cap al parametro beta, per definizione quantificato sulla base dei corsi azionari, né tantomeno fare riferimento a decisioni di altri regolatori europei, adottate in periodi passati e con riferimento a contesti non comparabili a quello italiano. Non vi sono, infatti, riferimenti rintracciabili nella letteratura finanziaria che suggeriscano, ai fini della determinazione del beta, un confronto con precedenti regolatori.

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

La capillarità delle infrastrutture e il crescente ruolo della regolazione output-based prevista per i distributori elettrici supportano quanto già notato da ARERA al pt. 6.7 del DCO, circa la definizione di valori di beta dei settori downstream superiori a quelli dei settori upstream.

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

Condividiamo l'orientamento dell'Autorità di determinazione del beta per il settore della rigassificazione, in base al meccanismo differenziale rispetto al trasporto gas.

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

L'approccio proposto per l'analisi e al trattamento dei parametri fiscali, ci sembra generalmente condivisibile, in quanto è basato su un'accurata revisione dell'incidenza fiscale effettiva e sulla normativa fiscale vigente, e garantisce una trasparenza e una coerenza con il contesto attuale, tenendo in debita considerazione le specificità del quadro normativo italiano. Inoltre, consideriamo che il monitoraggio dell'evoluzione della riforma fiscale in corso, che potrebbe influire su elementi chiave come IRES e IRAP, rappresenta una misura prudente e adeguata ad assicurare che il calcolo del WACC rifletta l'effettiva incidenza fiscale a cui gli operatori del settore energetico sono soggetti.

Ciò detto, accogliendo l'apertura concessa da ARERA a una rettifica delle stime (come indicato al punto 9.4 del DCO), riteniamo comunque importante che, in ottica di stabilità e di continuità della regolazione e in coerenza con quanto previsto dal comma 6.1 del TIWACC, l'aggiornamento del tax rate avvenga analizzando come orizzonte temporale di osservazione di riferimento anche il biennio 2022-2023.

Suggeriamo inoltre che si effettui una normalizzazione del tax rate osservabili dai bilanci degli operatori per eliminare gli effetti di operazioni non ricorrenti e incentivi fiscali, catturando così il reale peso della fiscalità sostenuta. Questo approccio è in linea con l'orientamento dell'Autorità espresso nella Delibera 641/2021/R/com nonché nella relazione tecnica del TIWACC e non può essere modificato.

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

Nessuna osservazione.

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

Condividiamo quanto prospettato dal DCO 342/2024 in merito all'aggiornamento dei parametri comuni del WACC per il sub-periodo 2025-2027. L'approccio basato sull'adeguamento alle variabili macroeconomiche è appropriato

per assicurare che il tasso di remunerazione del capitale investito rimanga in linea con le condizioni di mercato e non subisca distorsioni dovute a cambiamenti improvvisi del contesto economico.

Sottolineiamo inoltre l'importanza di confermare le regole già definite con il TIWACC (Deliberazione 614/2021/R/COM) per quanto riguarda l'aggiornamento infraperiodo dei parametri comuni del WACC. Questo approccio garantisce una stabilità regolatoria, assicurando agli operatori una prevedibilità di lungo termine, ma al contempo permette una flessibilità adeguata a rispondere alle eventuali variazioni economiche.

In conclusione, apprezziamo l'approccio delineato nel DCO 342/2024 e ribadiamo l'importanza di mantenere le regole del TIWACC per l'aggiornamento infraperiodo dei parametri comuni, in modo da assicurare un processo regolatorio stabile, trasparente e capace di rispondere efficacemente alle dinamiche del mercato.

S15. Osservazioni sul meccanismo di trigger.

In linea generale, concordiamo con la proposta di confermare il meccanismo di aggiornamento annuale a trigger per il sub-periodo regolatorio 2025-2027 e per i periodi regolatori successivi.