

## **COMMENTI E OSSERVAZIONI AL DOCUMENTO PER LA CONSULTAZIONE 488/2021/R/COM – CRITERI PER LA DETERMINAZIONE E L'AGGIORNAMENTO DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO PER LE REGOLAZIONI INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI ELETTRICO E GAS NEL SECONDO PERIODO DI REGOLAZIONE (II PWACC)**

Con il presente documento il Gruppo A2A formula le proprie considerazioni in relazione agli orientamenti finali illustrati dall'Autorità nel **Documento per la Consultazione 488/2021/R/Com** (di seguito: il Documento) relativamente ai **criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione de capitale investito (WACC)** per i servizi infrastrutturali dei **settori elettrico e gas** nel secondo periodo di regolazione (**II PWACC**), in vigore dal **1° gennaio 2022**.

Tale Documento fa seguito ad una prima fase di consultazione contenente gli orientamenti iniziali (cfr. DCO 308/2021/R/Com), ad una specifica raccolta dati per una valutazione del costo del debito delle imprese e a successivi momenti di confronto con operatori e associazioni di categoria finalizzati ad approfondire i numerosi elementi di novità introdotti.

### **Premessa**

Si esprime apprezzamento per il fatto che codesta Autorità abbia recepito alcune delle osservazioni presentate dagli operatori, quali ad esempio l'utilizzo dei soli rendimenti degli indici iBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB nella determinazione del costo del debito (Kd) o l'applicazione di un parametro univoco di inflazione ai fini della trasformazione in termini reali del RF, tuttavia A2A ritiene che **permangano ancora numerose criticità di rilievo**, oltre ad **elementi da chiarire** connessi soprattutto alle **modalità di calcolo** di quei **fattori correttivi** volti a intercettare le condizioni di mercato effettive attraverso un approccio di tipo *forward looking* e finanziario (CP – *Convenience Premium*; FP – *Forward Premium* e UP – *Uncertainty Premium*).

L'esigenza di massima chiarezza e trasparenza delle modalità di calcolo di tali fattori assume particolare rilevanza alla luce della prospettata frequenza di aggiornamento su base triennale con attivazione del meccanismo *trigger*, scelta che necessariamente pone le imprese nella condizione di dover **modellizzare in modo dettagliato** le formule di calcolo delle diverse componenti del WACC, **monitorando** contestualmente il loro **andamento nel tempo** così da **simularne l'impatto sul livello del WACC stesso**.

Tale esigenza deriva dalla normale attività di **valutazione e pianificazione pluriennale degli investimenti e di budgeting** al fine di una ottimizzazione e di un efficientamento delle risorse economico-finanziarie dell'impresa. Pertanto, si auspica che l'Autorità nel provvedimento finale o nella correlata Relazione Tecnica fornisca una **maggiore disclosure** in relazione alle modalità di calcolo e aggiornamento.

Si apprezza, inoltre, l'apertura di ARERA in merito ad una rideterminazione del  $\beta$  anche attraverso l'inserimento di un *floor*, tuttavia si esprime **perplexità** sulla **proposta di incremento del  $\beta$  asset delle sole attività di trasmissione e trasporto**, soprattutto in considerazione del fatto che la **fissazione del livello di *floor* allo 0,4** appare debolmente motivata e **basata in gran parte su un'analisi di benchmarking** delle prassi regolatorie adottate in altri Paesi non per forza mutuabili al caso italiano.

Tale impostazione, infatti, potrebbe condurre ad una **mancata valorizzazione** delle **differenti peculiarità gestionali** così come dei **differenti livelli di rischio operativa** tra i vari settori infrastrutturali di rete regolati, **in particolare tra trasporto/trasmissione e distribuzione**, posto che, come evidenziato dalla stessa Autorità (cfr. punto 7.52), non vi è ad oggi un'interpretazione univoca da parte dei Regolatori europei sul tema unificazione o differenziazione del  $\beta$  tra settori.

Infine, si esprime sconcerto per la modalità con cui nel Documento è stata prospettata la **revisione al ribasso del tax rate dall'attuale 31% al 28%**, alla luce sia del **mancato coinvolgimento degli operatori attraverso una opportuna raccolta dati: la mera analisi dei CAS non è, infatti, sufficiente a comprendere i fenomeni che hanno inciso in questi anni su tale variabile e porta a quantificare in modo non corretto tale parametro**, sia del **significativo impatto** che tale decisione ha sul livello di **WACC** riconosciuto.

[Omissis]

## **Sintesi delle valutazioni del Gruppo A2A**

Alla luce delle considerazioni dettagliate nel seguito, si ritiene necessaria una revisione delle proposte contenute nel documento in merito a:

- la determinazione del **tax rate**, attraverso un'opportuna raccolta dati presso gli operatori al fine di raccogliere tutti gli elementi utili a depurare correttamente l'effetto di agevolazioni fiscali straordinarie e non ricorrenti;
- la modalità di aggiornamento del **beta**, al fine di garantire un'adeguata differenziazione dei livelli di rischio operativo delle diverse attività;
- la modalità di determinazione del **TMR**, con particolare riferimento alla ponderazione tra media aritmetica e media geometrica.

Si auspica, infine, che il provvedimento finale e la relazione tecnica forniscano un'ampia disclosure informativa finalizzata alla corretta impostazione da parte degli operatori del nuovo modello di determinazione del WACC e delle sue componenti tale da garantire il monitoraggio delle condizioni di attivazione del trigger.

Infatti, stime non sufficientemente robuste da parte delle imprese potrebbero comportare **effetti distorsivi nell'ambito della pianificazione economica e strategica delle stesse**.

### **Spunti di consultazione**

#### ***S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.***

A2A **condivide** l'orientamento finale dell'Autorità di **confermare una durata** del periodo regolatorio WACC pari a **6 anni**.

#### ***S.2. Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC.***

A2A concorda con la proposta di definire **frequenze di aggiornamento differenziate** sulla base delle **caratteristiche dei diversi parametri** che concorrono alla definizione del livello di **WACC**, in modo da riuscire a garantire un'adeguata e **preventiva** gestione dei **rischi** e delle **incertezze** connessi al particolare andamento congiunturale e all'impatto che quest'ultimo può avere su ciascuna variabile.

Sebbene, nella prima fase di consultazione, fosse stata espressa una preferenza per la proposta A, tuttavia, alla luce dei chiarimenti contenuti nel Documento relativi alle condizioni e ai criteri di calcolo, in base ai quali sarebbe attivato l'aggiornamento annuale con il meccanismo di trigger, A2A ritiene **condivisibile quanto previsto nella proposta B** e in particolare sia la **magnitudo/soglia di variazione del WACC** pari a **0,5%** sia i **parametri monitorati** ai fini della verifica di tale soglia e del successivo ricalcolo.

Non si hanno invece particolari osservazioni inerenti ai periodi di aggiornamento del *Convenience Premium*, del *Forward Premium*, del costo del debito e del relativo coefficiente di gradualità, così come del *Country Risk Premium* (nelle sue due componenti SPREAD e  $FP^{CRP}$ ). Per quanto riguarda il parametro  $\beta$ , pur ritenendo opportuno **segnalare alcune criticità in merito alla revisione del valore per determinati settori infrastrutturali**, per la cui trattazione si rimanda al punto S.9, non si hanno particolari commenti circa l'impostazione sulle tempistiche di aggiornamento di tale coefficiente.

Per quanto riguarda infine gli **orizzonti temporali di riferimento** rilevanti per la determinazione dei singoli parametri del WACC, **si condividono le indicazioni** proposte dall'Autorità, mentre in relazione all'**intenzione di valutare l'estensione del periodo di osservazione fino a ottobre t-1** si rimanda alle osservazioni riportate al punto S.6.

### **S.3. Osservazioni in relazione alla metodologia per la determinazione del WACC.**

Non si hanno osservazioni a riguardo.

### **S.4. Osservazioni in merito ai criteri generali di determinazione del Tasso di rendimento del capitale proprio.**

Non si hanno osservazioni a riguardo.

### **S.5. Osservazioni in merito al Tasso di rendimento delle attività prive di rischio.**

### **S.6. Osservazioni specifiche in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF.**

In primo luogo, relativamente al paragrafo 7.26, in cui vengono specificati i dati di mercato da prendere a riferimento per la determinazione del  $RF^{nominal}$ , si richiede se, in continuità con quanto previsto nella Delibera 583/2015/R/Com – paragrafo 8.6, la **media dei rendimenti dei Titoli di Stato** debba essere **ponderata per il PIL di ciascuno dei quattro Paesi** inclusi nel campione.

L'ipotesi, poi, di estendere il **periodo di osservazione ai fini della determinazione del RF**, considerando l'arco temporale **da novembre t-2 fino a ottobre t-1** per il parametro  $RF$ , non si ritiene essere un'opzione prioritaria da valutare in questa fase del procedimento, soprattutto **in considerazione del numero di parametri impattati dallo slittamento temporale**.

Tale insieme, infatti, non si limiterebbe solo a ricomprendere quelli determinati secondo una logica *backward-looking* ( $RF^{nominal}$ ,  $isr$ ,  $SPREAD$ , indici  $iBoxx$ ) ma includerebbe anche quelli determinati in base ad una metodologia *forward-looking* (in particolare  $FP$  e  $FP^{CRP}$ ), in particolare per quanto attiene alla *cut-off date* rilevante ai fini della determinazione non solo dei rendimenti di mercato spot ma anche di quelli prospettici.

Sebbene quanto prospettato da ARERA consentirebbe di "consuntivare" i livelli raggiunti dai singoli elementi di mercato maggiormente prossimi all'entrata in vigore del valore di WACC, tuttavia, alla luce della **rilevante portata innovativa della nuova formula di calcolo delle diverse componenti**, si valuta **maggiormente opportuno**, oltre che prudenziale, **rimandare tale modifica al prossimo periodo regolatorio**, ipotizzando anche che si possa auspicabilmente registrare una riduzione della volatilità del mercato finanziario.

Con riferimento al **Forward Premium (FP)**, ARERA ha esplicitato che tale parametro è "*stimato sulla base della curva dei tassi forward calcolata a partire dalla curva dei tassi spot di Titoli di Stato con diverse scadenze, pubblicata dalla BCE*". Inoltre, nel Documento si dice che "*la stima è effettuata assumendo un regime di capitalizzazione composta annuale*", di cui si riporta specifica formula.

Tuttavia, ai fini di una corretta modellizzazione soprattutto in occasione delle successive review del WACC, si ritengono **indispensabili alcuni importanti chiarimenti** relativi al **paniere dei Titoli di Stato** considerato **in funzione delle differenti scadenze** e la **fonte dei dati** specificando a **quale pubblicazione della BCE** l'Autorità fa riferimento.

[Omissis]

Anche in virtù di quanto sopra esposto, rispetto agli orizzonti di valutazioni, **si accoglie favorevolmente**, in un'ottica di maggiore **semplificazione applicativa**, la proposta di calcolare il parametro FP sulla base delle medie mensili dei tassi *spot* **calcolati per tre-quattro punti dell'intervallo considerato** con riferimento all'orizzonte di settembre 2023. Questo inoltre potrebbe consentire un maggiore "controllo" *yearly-basis* nella determinazione del valore prospettico, con una probabile riduzione del grado di incertezza valutativa.

In relazione al **Convenience Premium** e al **Uncertainty premium**, pur non essendo previsto per tali "premi" un aggiornamento infra-periodo, l'Autorità, anche in questo caso, non ha fornito alle imprese interessate al procedimento il grado di dettaglio informativo necessario per impostare un algoritmo di simulazione utile ai fini di un **cross-check dei range di valori** indicati nel Documento e alla conseguente formulazione, in questa di fase di consultazione, di una eventuale proposta alternativa. Si auspica, pertanto, che i **suddetti parametri** siano fissati pari al **valore maggiore del range proposto**, anche in virtù della logica di lungo termine il cui criterio di determinazione si dovrebbe basare. Ciò, inoltre, garantirebbe quantomeno di **recepire in misura maggiormente consistente il rischio volatilità tassi di rendimento** nella formulazione del RF, anche in considerazione di quanto previsto nel CRP per effetto del nuovo parametro  $FP^{CRP}$ .

#### ***S.7. Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato.***

Con specifico riferimento al **Total Market Return (TMR)**, si rinnova l'auspicio che l'Autorità consideri il peso dell'80% attribuito alla media aritmetica **solo come un floor** e ne valuti pertanto un **incremento di alcuni punti percentuali**, in linea anche con la view e le analisi svolte dal mercato finanziario e da alcune società di rating.

A supporto di tale posizione, partendo dall'assunto che l'utilizzo della media geometrica per la stima del TMR si basa sulla necessità di sterilizzare il fenomeno della *mean-reverting*, a cui le serie storiche dei rendimenti azionari tendono nel lungo periodo con il conseguente rischio di una sovrastima dell'ERP, si ritiene tuttavia importante, ai fini della fissazione dei pesi della ponderazione, tenere conto del rapporto tra la **durata del periodo regolatorio** che l'Autorità intende fissare (6 anni) rispetto alla **notevole lunghezza della serie storica** analizzata dalla stessa (1900-2020), che determina una proporzione  $5 \div 95$ .

Da tale confronto, si potrebbe ragionevolmente desumere che la *mean-reverting* avrebbe dimensioni molto contenute, anche in conseguenza dei sempre più numerosi e temporalmente ravvicinati momenti di alta volatilità del mercato.

Pertanto, alla luce di quanto sopra esposto in merito alla finalità applicativa della **media geometrica**, quest'ultima dovrebbe tendenzialmente avere una **bassa materialità** nel calcolo del TMR **in presenza di brevi periodi regolatori e lunghe serie storiche di dati**. **Conseguentemente, si ritiene opportuno prevedere un peso della media aritmetica non inferiore al 90%.**

#### ***S.8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium.***

Con riferimento al **nuovo metodo di calcolo del Country Risk Premium (CRP)** proposto dall'Autorità in questo Documento, su cui peraltro esprimiamo un parere favorevole, si riscontrano ancora, soprattutto in relazione al **parametro  $FP^{CRP}$** , significativi **dubbi metodologici**, che, ad opinione della Scrivente, sarebbe di notevole importanza dipanare prima dell'entrata in vigore del nuovo periodo regolatorio WACC.

[Omissis]

La **descrizione sopra riportata dei passaggi seguiti** ai fini del calcolo del  **$FP^{CRP}$**  ha in sostanza l'**obiettivo di evidenziare concretamente e con spirito costruttivo** a codesta Autorità i dettagli informativi ritenuti necessari da rendere disponibili nella Delibera finale o nella connessa Relazione Tecnica, in modo tale da recepire correttamente **modelli** di riferimento caratterizzati da una **marcata discontinuità** rispetto a quanto oggi in vigore, essendo basati in gran parte su logiche *forward-looking*.

Valori approssimati in modo non consono dalle imprese a causa di carenze informative, che peraltro aggraverebbero l'onere di ricostruzione, produrrebbero **effetti indesiderati e distorsivi nell'ambito della loro pianificazione economica e strategica**. **Stime e "stress test" sulla marginalità** prospettica potranno senza dubbio **guadagnare in robustezza e consistenza** grazie all'utilizzo di un **set informativo adeguato e coerente** con quello adottato dalla stessa Autorità.

#### ***S.9. Osservazioni in merito al coefficiente beta***

Come segnalato in Premessa, l'intervento volto alla rideterminazione del livello del beta è decisamente apprezzato, ma si ritiene che non sia stato adeguatamente valutato l'impatto dell'introduzione di un floor indifferenziato per attività che sostanzialmente porta al paradosso di riconoscere un medesimo livello di rischio operativo ad attività che fronteggiano in realtà rischi significativamente diversi.

In considerazione delle **prospettive di transizione energetica e decarbonizzazione** dell'economia

oggi in atto a livello nazionale ed europeo, così come della conseguente radicale trasformazione degli attuali sistemi di produzione e consumo, è indubbio che le **imprese di distribuzione elettrica** si troveranno ad affrontare **importanti e nuove sfide**, oltre a confrontarsi con un **crescente numero di soggetti** nello svolgimento delle proprie attività.

Tale **cambiamento** potrà generare **concrete e rilevanti opportunità solo se le attività e le iniziative progettuali necessarie verranno implementate in un contesto regolatorio**, che, seppur teso all'efficienza operativa e alla selettività degli investimenti, **garantisca criteri di riconoscimento dei costi di capitale non penalizzanti** per la sostenibilità economica-finanziaria del distributore ma anzi **premianti il rischio imprenditoriale** da sostenere attraverso un adeguata *cost reflectivity*.

Partendo da tale imprescindibile presupposto, **l'impresa distributrice** avrà la possibilità di proporsi come **acceleratore di nuovi modelli di business sempre più sostenibili e digital-based** così come **abilitatore all'innovazione** del settore attraverso progetti pilota ad hoc finalizzati sia a soddisfare i nuovi fabbisogni energetici della clientela sia a **sostenere fattivamente il processo sector coupling**.

Quanto sopra descritto potrà altresì generare non solo **esternalità positive per il sistema**, tanto più significative quanto più correlate all'implementazione di paradigmi tecnologici basati su efficacia, scalabilità e replicabilità degli investimenti, ma anche un **notevole aumento della rischiosità operativa per i distributori elettrici** che, nella formulazione del WACC, dovrebbe essere compensata attraverso un'adeguata **valorizzazione del parametro  $\beta$ asset**.

Come certamente noto a codesta Autorità, numerosi e di rilievo sono gli esempi che concretamente possono essere calati nel sopraccitato contesto.

Si cita, in primo luogo, il nuovo ruolo del distributore sia come **acquirente di risorse per i servizi ancillari locali**, specificatamente necessari per l'esercizio in sicurezza delle reti di distribuzione, sia come **facilitatore neutrale** ai fini dell'approvvigionamento, da parte di Terna, dei servizi ancillari globali. Tale percorso di evoluzione passerà attraverso una fase di sperimentazione basata su progetti pilota tesi a definire anche i criteri regolatori più appropriati per quantificare la **remunerazione da riconoscere ai DSO per questa nuova attività**, che, in quanto tale comporta, un **evidente livello di rischiosità e di incertezza**.

Un ulteriore esempio è rappresentato dalla **decentralizzazione della generazione di energia**, soprattutto da fonte rinnovabile non programmabile, attraverso la figura del prosumer, le comunità energetiche rinnovabili e in generale le configurazioni innovative multi-consumo. Tale evoluzione richiederà al distributore uno "sforzo" finalizzato allo sviluppo di **soluzioni per la gestione delle risorse energetiche distribuite** che, pur garantendo la stabilità del sistema e mantenendo la sicurezza dell'approvvigionamento elettrico, riducano i costi e facilitino l'integrazione di una maggiore capacità di energia rinnovabile anche attraverso un **aumento di flessibilità e digitalizzazione della rete**.

Suddetti driver di sviluppo, contenuti anche nel PNRR alla sezione M2C2.2 "Potenziare e digitalizzare



le infrastrutture di rete” con target quantitativi specificatamente declinati in termini di hosting capacity ed elettrificazione dei consumi finali, se da un lato contribuiranno nel lungo periodo a **consolidare il ruolo del distributore come attore chiave del sistema elettrico**, dall’altro **oggi** costituiscono in termini sia operativi e tecnologici che regolatori un **aggiuntivo fattore di rischio**.

Con riferimento sempre alla digitalizzazione della rete, si richiama anche il tema **dell’osservabilità della produzione distribuita**, che, presupponendo il rilevamento, la gestione e il trasferimento di grandezze di misura in tempo reale dal DSO al TSO, pone sul tavolo **non trascurabili criticità implementative**.

Si ritiene inoltre opportuno considerare il notevole impatto sulle reti elettriche derivante dalla **crescente diffusione della mobilità elettrica** soprattutto in contesti urbani, anche in considerazione del connesso cambiamento della domanda di picco e della modifica del profilo orario dei consumi. In tale contesto l’utilizzo di connessioni all’infrastruttura di ricarica con **modalità di scambio bidirezionale “V2G”** in grado di fungere da **sistemi di accumulo** e fornire **servizi di flessibilità** al sistema determinerà certamente un **ulteriore elemento di novità** di cui il **distributore dovrà tener conto** nella gestione della propria infrastruttura.

In aggiunta alle “sfide” sopra esposte, si citano anche le novità introdotte in materia di **regolazione dei flussi di energia reattiva** in immissione e prelievo da parte dei clienti finali e delle imprese distributrici connesse alla RTN, tra cui in particolare il **divieto di immettere in rete energia reattiva** (imposto dal vincolo del fattore di potenza unitario) in tutti periodi della giornata e la **conseguente applicazione di penali**. Ad oggi, restano **molti e rilevanti gli elementi regolatori ancora da definire**, come ad esempio l’identificazione chiara del soggetto (Terna o ARERA) deputato ad avallare la possibilità di beneficiare delle deroghe **all’applicazione dei corrispettivi** per eccessivi prelievi ed immissioni di reattiva.

Non si può, infine, trascurare il diverso assetto concessorio delle attività di distribuzione rispetto alle attività di trasmissione e trasporto. **Tra i rischi** che le **imprese attive nel servizio di distribuzione elettrica** dovranno affrontare e gestire nel prossimo futuro vi è, infatti, il **rinnovo delle concessioni**, peraltro menzionato dalla stessa Autorità nel proprio Quadro Strategico 2022-2025 (cfr. paragrafo “C. Sviluppo selettivo e uso efficiente delle infrastrutture nella transizione energetica”).

L’attuale **assenza di un contesto normativo e regolatorio definito** in cui svolgere le **gare**, previste dal Decreto Legislativo 79/99 a partire dal 2025, determina indubbiamente una **significativa rischiosità** che, ad opinione della Scrivente, dovrebbe essere recepita nel  $\beta$  delle società del settore della distribuzione elettrica, in quanto tale condizione costituisce indubbiamente un **fattore di “rischio sistematico”** per natura **non diversificabile**.

[Omissis]

Ad ulteriore sostegno dell’analisi sopra descritta, si sottolinea anche che la stessa Autorità, partendo



dal presupposto che *"la stima del parametro  $\beta$  non è un processo che può essere considerato del tutto deterministico, ma implica una **valutazione di coerenza rispetto al contesto generale** da parte del regolatore<sup>1</sup>", ha ritenuto opportuno, già a partire **dal secondo periodo di regolazione tariffaria elettrica**, fissare un **valore di  $\beta$  per la distribuzione elettrica maggiore rispetto a quello della trasmissione, differenziale** che peraltro è **attualmente in vigore**.*

#### **S.10. Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito.**

Si accoglie favorevolmente sia l'accoglimento delle osservazioni inviate in merito all'utilizzo dell'**indice iBoxx relativo alle sole obbligazioni con rating BBB** in luogo del blend A-BBB sia il **meccanismo di gradualità** proposto per gestire la transizione alla nuova impostazione di calcolo del Kd. Si ritiene peraltro che al debito esistente dovrebbe essere attribuito un peso superiore al 50%.

Con riferimento alla **richiesta di informazioni** sulla **struttura** e sul **costo del debito delle imprese regolate** per i settori elettrico e gas **avviata da ARERA** a inizio luglio, ai fini di una riduzione dell'asimmetria informativa, A2A rinnova la richiesta di avere evidenza quantomeno nella Delibera finale del procedimento o nella correlata Relazione Tecnica delle risultanze ottenute dall'Autorità in termini sia di **media ponderata** – con **indicazione del parametro** utilizzato per la **ponderazione**, sia dei medesimi **indici di dispersione statistica** già pubblicati al punto 7.12 della Relazione Tecnica relativa alla Regolazione delle tariffe dei servizi di distribuzione e misura del gas per il periodo di regolazione 2020-2025<sup>2</sup>.

#### **S.11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.**

Come esplicitato nello stesso Documento, il valore di incidenza fiscale è stato rilevato da ARERA partendo dall'analisi dei rendiconti annuali separati relativi al biennio 2019-2020 delle principali imprese regolate dei settori infrastrutturali elettrico e gas.

Tuttavia, per sostenere la ripresa economica del sistema industriale del Paese, negli ultimi anni il Legislatore italiano ha introdotto numerose agevolazioni fiscali, a carattere temporaneo, volte ad incentivare il rinnovamento tecnologico del parco impianti. Pertanto, l'utilizzo di tale fonte contabile potrebbe scontare un **difetto di granularità informativa** necessaria invece per **determinare un tax rate normalizzato<sup>3</sup> da eventuali poste straordinarie, e quindi non ricorrenti. A nostro giudizio,**

<sup>1</sup> Cfr. Relazione Tecnica alla Delibera 654/2015/R/EEL, paragrafo 14.25 ([https://www.arera.it/allegati/docs/16/654-15\\_039-16.pdf](https://www.arera.it/allegati/docs/16/654-15_039-16.pdf))

<sup>2</sup> Rif. <https://www.arera.it/allegati/docs/20/570-19rt.pdf>

<sup>3</sup> In particolare, l'incidenza fiscale è calcolata come rapporto tra le imposte rettifiche sul reddito ante imposte normalizzato. Le rettifiche fanno riferimento a: i) rettifiche per imposte relative ad anni precedenti (ad esempio, legate a fenomeni straordinari non previsti nei bilanci degli anni precedenti); ii) effetti di incentivi derivanti dalla normativa fiscale (ad esempio quelli correlati a Maxi, Iper ammortamenti per beni strumentali).

**infatti, dovrebbe essere questo il parametro da considerare ai fini della fissazione del livello di WACC real pre-tax.**

Sarebbe auspicabile l'avvio da parte di ARERA di **un'opportuna raccolta dati** anche al fine di garantire un corretto contraddittorio con le Parti interessate e non incorrere in un **difetto di istruttoria**.

[Omissis]

#### ***S.12. Osservazioni in merito al peso del capitale proprio e del capitale di debito.***

Non si hanno osservazioni in merito. Si valuta comunque positivamente la conferma da parte di ARERA di **mantenere l'attuale livello di gearing (D/E)**, demandando eventuali aggiornamenti in occasione delle revisioni tariffarie.

#### ***S.13. Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali.***

Non si hanno osservazioni in merito.

### ***Conclusioni***

Pur valutando positivamente le modifiche contenute nel Documento in accoglimento delle osservazioni inviate dagli operatori, si auspicano **ulteriori interventi** che avrebbero come principale obiettivo quello di rendere **maggiormente rispondente** la quantificazione del **WACC alle reali caratteristiche economiche finanziarie e di rischio delle società** regolate coinvolte dal procedimento in analisi. In particolare si fa riferimento al **tax rate** e al **βasset**.

In relazione al primo parametro, si considera opportuno che l'Autorità, anche alla luce delle evidenze fornite sia di tipo numerico che sulle recenti evoluzioni della normativa fiscale, riveda l'approccio di calcolo adottato ai fini della quantificazione del tax rate. A2A infatti ritiene che il **tax rate normalizzato** sia da considerarsi il **parametro che più correttamente identifica la "vera" imposizione fiscale** sopportata dalle società dei settori regolati dell'energia elettrica e del gas.

Riguardo al tema del **βasset**, risulta cruciale, a nostro giudizio, porre l'attenzione al **contesto** in cui le società, in primo luogo quelle **esercenti il servizio di distribuzione di energia elettrica**, si trovano oggi ad operare, che risulta **significativamente diverso** rispetto anche al più recente passato e sempre più complesso, soprattutto in considerazione dell'**aumento del numero delle attività** che il distributore è chiamato a svolgere, oltre che della loro **portata innovativa e dell'approssimarsi del termine per il rinnovo delle concessioni**.

E' certamente un dato di fatto che la crescente applicazione di criteri regolatori basati su una logica

output-based e la transizione energetica in atto pongono senza dubbio le imprese di fronte a **sfide e cambiamenti**, che, se da una parte, apporteranno rilevanti esternalità positive per il sistema e per gli utenti finali, dall'altra **già oggi impongono necessariamente ai distributori degli sforzi imprenditoriali significativi**, con la conseguente necessità di adottare da parte loro degli "strumenti di azione" che consentano una gestione efficiente e proattiva del **maggiore rischio operativo**, oltre che di interfacciarsi efficacemente con una **platea di stakeholder di riferimento in continua espansione**.

**A fronte di quanto sopra esposto, pare ragionevole attendersi dal Regolatore un ulteriore upgrade del βasset riconosciuto all'attività di distribuzione elettrica, non limitandosi all'aumento del valore sino allo 0,4 prospettato nel Documento.**

Infine preme segnalare la forte e sentita **esigenza di un maggior dettaglio informativo**, oltre che di **chiarimenti puntuali sulla formula di calcolo di determinati parametri**, non solo al fine di ridurre concretamente l'asimmetria informativa ad oggi presente tra le Parti, ma anche per **permettere alle società di implementare internamente un corretto modello di simulazione**, strumento quanto mai cogente in vista delle possibili review del WACC su base annuale, qualora dovesse essere attivato il meccanismo di trigger.



## **APPENDICE**

[Omissis]