

**DCO 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)**  
**Orientamenti finali**

**OSSERVAZIONI GENERALI**

UTILITALIA ritiene che le proposte espresse dalla consultazione in oggetto non risultino in grado di assicurare uno schema regolatorio che possa consentire la necessaria stabilità economico-finanziaria di cui avrebbero bisogno le imprese regolate al fine di promuovere l'elevata mole di investimenti che gli ambiziosi obiettivi del PNRR e del FIT for 55 richiederanno.

Anche questo secondo DCO, infatti, sebbene vi siano alcuni condivisibili elementi innovativi che verranno affrontati di seguito, induce purtroppo a rilevanti preoccupazioni in merito al possibile assetto definitivo che la regolazione del WACC potrebbe assumere. Nella sostanza non si assiste, quindi, ad un auspicato mutamento della regolazione proposta dal DCO 308/2021/R/COM, ma si conferma in generale l'orientamento essenzialmente *forward looking* già illustrato dallo stesso, anche se il contesto di irripetibile eccezionalità delle politiche particolarmente interventiste della Banca Centrale Europea (BCE) presso il mercato dei titoli pubblici, finalizzate a mitigare la crescita esponenziale del costo dei debiti sovrani ed a porre un rimedio emergenziale al pericoloso rallentamento delle economie nazionali verificatosi nel corso della pandemia da COVID-19, necessiterebbe di un approccio più cautelativo e graduale nel definire ed implementare modelli di riferimento caratterizzati da una marcata discontinuità rispetto al passato. Ne deriva il rischio che la nuova regolazione del WACC determini risultati particolarmente avversi e conseguenze deleterie nei confronti degli operatori dei servizi infrastrutturali.

Gli inconvenienti correlati alle logiche di tipo *forward looking* si ravvisano certamente con riferimento ai parametri **RF e CRP**, rispetto ai quali le proposte in oggetto riconfermano un'impostazione che la Scrivente ritiene non idonea a percepire e ad incorporare gli effettivi differenziali di rendimento ed i correlati livelli di rischiosità affrontati dagli operatori. Lo stesso apprezzabile accorgimento di prevedere l'elemento  $FP^{CRP}$  quale strumento di mitigazione del rischio di incertezza del parametro CRP, non risulta comunque sufficiente a conseguire un'adequata rappresentatività del rischio Paese.

Alle sopra richiamate criticità, già ampiamente espresse nelle osservazioni alla precedente consultazione, si aggiungono peraltro quelle derivanti dalle considerazioni, particolarmente inaspettate e rilevanti, relative al **parametro fiscale Tp**, rispetto al quale l'Autorità propone di adottare un valore pari al 28%, in quanto ritenuto coerente con gli esiti dell'analisi dell'effettivo

Prot. n. 2460 del 2/12/2021

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 naturale e trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica.

Come argomentato in un'apposita nota metodologica inviata all'Autorità, la Scrivente non condivide tale impostazione, la quale fonda le sue considerazioni sull'ipotesi che le informazioni disponibili nei rendiconti separati siano in grado di riflettere il reale livello di onerosità fiscale ravvisabile presso le imprese dei settori regolati. Si ritiene invece che il livello di fiscalità necessario a quantificare il parametro ai fini del WACC debba essere individuato attraverso l'applicazione di metodologie che sottraggano, dal risultato finale, componenti fiscalmente non rilevanti e/o non ricorrenti, ovvero ricostruiscano un livello di tassazione teorica sulla base della tassazione effettiva applicabile al risultato desumibile dall'applicazione dei parametri di remunerazione regolatori. Secondo le analisi promosse dalla Scrivente e supportate anche da un'apposita raccolta dati relativa ad un campione rappresentativo di 12 aziende dei settori regolati, il tax rate dovrebbe attestarsi ad un valore non inferiore al 30%. Si propone pertanto l'adozione, per il primo triennio del PWACC, di un valore simile, valutando possibili aggiornamenti di tale parametro in occasione della prima revisione triennale, anche in funzione di eventuali evoluzioni della normativa fiscale di riferimento. Per ulteriori approfondimenti si rinvia alla menzionata nota metodologica e si chiede che comunque venga considerato qualsiasi possibile elemento di mitigazione delle proposte formulate dalla presente consultazione in materia di tax rate, in quanto le stesse rischierebbero di comportare effetti negativi sul calcolo del WACC, fino al punto di vanificare i già limitati benefici derivanti dai pochi interventi migliorativi evidenziabili nella consultazione stessa in merito ad altri parametri.

Con riferimento al **TMR**, notiamo che la consultazione in oggetto conferma la metodologia di calcolo basata sulla ponderazione tra media aritmetica e media geometrica secondo l'attuale proporzione (80%;20%). La Scrivente continua a ritenere che le argomentazioni accademiche prevalenti in materia risultino propendere per una maggiore idoneità della media aritmetica e ritiene peraltro che le motivazioni poste alla base del mantenimento di un valore comunque significativo del peso della media geometrica siano destituite di idonei fondamenti, rinviando peraltro a decisioni regolatorie assunte in altri contesti europei come quello tedesco, delle quali non si ha alcuna evidenza o giustificazione specifica e che non sembrano trarre origine da espliciti riferimenti accademici.

In merito al **parametro beta**, quale elemento di novità rispetto alla precedente fase consultiva, si riscontrano condivisibili aperture metodologiche con riferimento all'ipotesi di promuovere un aggiornamento per tutti i settori regolati. Tuttavia si ritiene che l'approccio mostrato non manifesti la necessaria incisività. Relegare infatti le valutazioni in merito a possibili incrementi del beta, all'acquisizione di ulteriori elementi istruttori ed alla sola opportunità di attuare una prima revisione limitata ai soli servizi che presentino attualmente un valore di  $\beta$  asset inferiore a 0,4, alla luce dei valori osservati nell'Eurozona, costituisce un approccio potenzialmente discriminante, oltre che non coerente con i precedenti adottati da codesta Autorità, che non tiene conto dei tratti peculiari del contesto italiano in termini di rischiosità dei servizi regolati, in particolare di quelli relativi alla distribuzione, caratterizzati, più di ogni altro settore regolato, da notevoli ed accresciuti livelli di rischio delle rispettive attività e dalla necessità di adeguarsi rapidamente alle sfide ed ai mutamenti che deriveranno dalla realizzazione degli obiettivi del pacchetto Fit for 55. Riteniamo pertanto sia necessario introdurre un uplift generalizzato per tutti i settori. Al riguardo si veda quanto riportato nello studio Brattle "Ulteriori osservazioni relative al calcolo del Beta e del Total Market Return per i settori regolati dell'energia in Italia"- già in possesso di codesti uffici, nonché quanto evidenziato nello studio NERA "Asset Beta for the Electricity Distribution and Metering Sector", inviato congiuntamente con le presenti

Prot. n. 2460 del 2/12/2021

osservazioni, che depongono per l'opportunità di preservare un differenziale tra distribuzione e trasmissione che risulti idoneo a riflettere i diversi livelli di rischio dei due settori. Lo studio Nera evidenzia infatti che le imprese della distribuzione hanno un asset beta superiore rispetto a quello delle imprese della trasmissione, per un valore compreso tra +0,04 e +0,06.

Per quanto concerne poi il costo del debito, si conferma l'esigenza che le imprese italiane, tradizionalmente caratterizzate da livelli di rischio e di costo relativamente più elevati di quelli sostenuti dai competitor degli altri Paesi europei, debbano essere oggetto di opportune riflessioni. Ciò dovrebbe indurre il Regolatore a promuovere un meccanismo di gradualità – meglio declinato in risposta allo spunto S10 – caratterizzato da una metodologia di calcolo maggiormente consistente rispetto a quello, comunque apprezzabile, proposto nella consultazione in oggetto, affinché le imprese di distribuzione possano essere poste nella condizione di poter adeguare le proprie strategie di finanziamento al nuovo modello regolatorio, il quale dovrebbe poter consentire di promuovere ed indirizzare proattivamente l'elevata mole di investimenti che saranno chiamate a sostenere per effetto delle politiche legate al PNRR ed alla transizione energetica.

In ogni caso, si ritiene che l'Autorità debba tenere in considerazione le metodologie più appropriate per identificare valori di debito più congrui rispetto alla realtà operativa delle aziende infrastrutturali. Si ritiene infatti necessario depurare, dall'ammontare complessivo del costo del debito preso come riferimento, tutte quelle partite di indebitamento non direttamente riconducibili ai costi finanziari effettivamente ravvisabili sul mercato, quanto piuttosto correlate a forme di finanziamento agevolato e/o di natura intra-gruppo. A tal fine si fa riferimento a quanto riscontrato dalla Scrivente in una raccolta dati dalla stessa condotta su un campione ristretto formato dalle principali aziende del servizio di distribuzione, la quale porta a sostenere il valore di costo del debito ritenuto più rappresentativo degli effettivi oneri finanziari sostenuti da tale tipologia di operatori.

Infine, per quanto riguarda gli aspetti relativi all'inflazione da considerare nel calcolo dei vari parametri del WACC, si apprezza l'intenzione, espressa dalla consultazione, di voler utilizzare un riferimento marked-based dell'inflazione (isr), nel calcolo del RF, in quanto tale parametro inflattivo si ritiene maggiormente appropriato nel calcolo del risk free rate. Non si comprende tuttavia come mai tale accorgimento non sia previsto anche con riferimento alla formula di calcolo del costo del debito (kd), nella quale viene invece mantenuto il riferimento alla stima dell'inflazione della BCE quando in realtà il valore isr risulterebbe più idoneo ad esprimere le dinamiche dell'inflazione secondo criteri di mercato. Si conferma infine la necessità di considerare, nell'ambito del CRP, anche l'effetto di aspettative di inflazione che potrebbero essere differenziate nei singoli paesi considerati, in quanto tale aspetto può risultare significativo nell'ambito delle stime degli investimenti. Peraltro, da una prospettiva di investitori europei che investono sugli operatori infrastrutturali italiani, il parametro inflattivo rilevante è l'inflazione utilizzata per indicizzare la RAB, ovvero l'inflazione italiana.

Con riferimento alle osservazioni sopra riportate ed a quelle di seguito, si rimanda alle considerazioni di dettaglio evidenziate nei vari report tecnici inviati a supporto delle riflessioni della Scrivente.

Si riportano di seguito le risposte ai singoli spunti di consultazione.

**OSSERVAZIONI SPECIFICHE****S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.**

R1. Si esprime una sostanziale condivisione nei confronti della durata proposta.

**S2. Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC.**

R2. La ricorrenza degli aggiornamenti costituisce un aspetto particolarmente sensibile rispetto alla necessità di disporre di un quadro regolatorio affidabile. Aggiornamenti eccessivamente frequenti potrebbero comportare una ridotta stabilità ed un'eccessiva imprevedibilità del meccanismo di remunerazione dei settori regolati, pertanto si ritiene opportuno prevedere una cadenza di aggiornamenti in sostanziale continuità rispetto a quanto previsto nell'attuale PWACC. Si auspicano, tuttavia, idonee valutazioni rispetto all'eventualità di prevedere correttivi secondo logiche di triggering, al fine di favorire la stabilità e la gradualità dei parametri, in linea con le esigenze degli investitori e degli operatori.

**S3. Osservazioni in relazione alla metodologia per la determinazione del WACC**

R3. Si condivide il mantenimento della formula generale prevista nel I PWACC. Con riferimento ai singoli parametri di riferimento della formula, si rinvia alle osservazioni riportate sia nelle osservazioni generali che in quelle specifiche, nonché ad ogni altra documentazione tecnica a supporto.

**S4. Osservazioni in merito ai criteri generali di determinazione del Tasso di rendimento del capitale proprio.**

R4. Si condivide la formula di riferimento relativa ai criteri generali di determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio.

**S5. Osservazioni in merito al Tasso di rendimento delle attività prive di rischio.****S6. Specifiche osservazioni in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF.**

R5-R6. Non si concorda con la proposta di eliminare il livello minimo, pari a 0,5%, del tasso RF in termini reali, definito a suo tempo per mitigare l'effetto depressivo sui tassi dei titoli di Stato derivante dalle straordinarie politiche espansive di acquisto dei titoli pubblici attuate dalla BCE. L'esigenza di sterilizzare gli effetti di tali politiche sulla quantificazione del menzionato tasso risulta ancora molto attuale e necessario, pertanto si richiedono ulteriori riflessioni in tal senso e si invita quantomeno ad adottare strumenti che si basino sulle stesse logiche di gradualità considerate dalla presente consultazione con riferimento al costo del debito.

Prot. n. 2460 del 2/12/2021

Si ritiene inoltre che la determinazione del RF nominal tramite l'approccio *forward looking* che considera come periodo di osservazione, quello pari ad un anno (tra ottobre 2020 e settembre 2021) non risulti, per le motivazioni espresse in premessa, adeguato ad assicurare una corretta rappresentatività del parametro.

Per quanto attiene al forward premium (FP), non si condivide l'impostazione secondo cui l'inclusione di titoli governativi con rating AA sarebbe difficilmente percorribile in ragione della limitata casistica di riferimento. Si segnala inoltre che la considerazione o meno di tale rating comporta comunque variazioni del parametro FP non del tutto trascurabili, come invece sembra sostenere il documento. Si ritiene inoltre opportuno che il RF nominale ed il FP siano stimati su uno stesso e coerente orizzonte temporale.

In merito poi al convenience premium (CP), si nota che al paragrafo 7.22 si sostiene che la relativa stima è effettuata sulla base della differenza nei rendimenti dei titoli di Stato rispetto a obbligazioni societarie a rating elevato e che il valore del parametro risulterebbe compreso tra 50 e 100 bps. Ciò a differenza di quanto argomentato nel DCO 308/2021/R/COM, nel quale si faceva riferimento ad un valore del CP pari all'1%. Tenuto conto che tale parametro non sarebbe soggetto ad aggiustamenti infra-periodo e che potrebbe essere soggetto a consistenti livelli di volatilità, si auspica che lo stesso possa essere definito come pari al valore massimo del range previsto (1%), in maniera tale da evitare effetti avversi di lungo termine che potrebbero derivare da una sua potenziale sottostima iniziale.

Infine, per quanto concerne l'uncertainty premium (UP), il DCO in oggetto suggerisce che lo stesso assuma un valore posto nell'intervallo 25-50 bps, anche sulla base di precedenti regolatori relativi ad altri paesi. Si segnala che il valore di tale parametro, anch'esso non incluso tra quelli che potranno essere oggetto di adeguamenti infra-periodo, potrebbe essere soggetto ad elevati livelli di imprevedibilità e volatilità. Al fine di evitare effetti deleteri causati dal rischio di un'eccessiva potenziale sottostima dello stesso, si invita a definire il valore iniziale di tale parametro come pari a 0,5%.

Al fine di ulteriori approfondimenti sugli elementi critici concernenti la quantificazione degli elementi sopra menzionati, si rinvia in ogni caso ai contenuti della documentazione tecnica NERA, "Response to ARERA's DCO 488/2021/R/COM on the cost of capital for Italian energy networks", inviata in forma interassociativa.

#### **S7. Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato**

R7. Nell'attuale contesto economico caratterizzato da rendimenti negativi dei titoli di stato comunemente utilizzati per il calcolo del tasso privo di rischio, la metodologia del TMR offre importanti garanzie agli investitori in termini di prevedibilità e stabilità del WACC.

L'evidenza empirica sembra suggerire una certa stabilità dei rendimenti reali di lungo periodo sui mercati azionari maturi, coerentemente con le assunzioni della metodologia. L'utilizzo di dati storici di lungo periodo ha il vantaggio di assicurare stabilità e prevedibilità dei valori dei rendimenti prospettici, riducendo pertanto l'incertezza regolatoria. Ciò risulta inoltre coerente con l'ipotesi che i rendimenti reali sono relativamente stabili nel tempo.

Prot. n. 2460 del 2/12/2021

Gli aspetti maggiormente rilevanti riguardano la scelta della ponderazione da utilizzare con riferimento alla media aritmetica ed alla media geometrica dei dati storici, nonché l'ambito geografico di riferimento per la stima del rendimento atteso dell'investitore.

Per quanto riguarda l'utilizzo della media geometrica e della media aritmetica, come già ampiamente argomentato in esito alla prima consultazione e nelle premesse delle presenti osservazioni, riteniamo che il TMR debba essere calcolato ricorrendo esclusivamente alla media aritmetica dei dati storici, sia per ragioni riconducibili alle prevalenti posizioni accademiche in materia, sia per questioni di migliore semplicità e trasparenza. L'Autorità, nel ritenere non condivisibile la proposta di ricorrere alla media aritmetica al 100%, fa riferimento alla metodologia JKM (Jacquier, Kane e Marcus): a tale riguardo si segnala che un'applicazione puntuale della stessa richiede, alla luce delle recenti modifiche strutturali della rischiosità del settore che potranno realizzarsi anche negli anni futuri ad ogni nuovo periodo regolatorio, di considerare come orizzonte temporale di riferimento per il calcolo del TMR, la durata del periodo regolatorio stesso e di ponderare la media geometrica e la media aritmetica attribuendo un peso minimo alla media geometrica. Il metodo di ponderazione della media aritmetica e della media geometrica dovrebbe quanto meno attribuire, sulla base di tali evidenze, un peso del 95% alla media aritmetica e un peso del 5% alla media geometrica, coerentemente con il rapporto (pari a 4,96%) tra la durata del periodo regolatorio (6 anni) e l'intervallo di stima dei dati storici (121 anni). Tale possibile soluzione (95% media aritmetica, 5% media geometrica) rappresenta quindi il risultato minimo che la Scrivente si aspetta venga previsto dalla nuova regolazione.

Per quanto riguarda l'ambito geografico per la stima del TMR, non si ritiene condivisibile la proposta dell'Autorità di calcolare il TMR facendo riferimento ai paesi con rating elevato, in quanto ciò risulta in contraddizione con la previsione che gli investitori diversifichino il proprio portafoglio nell'ambito dei mercati appartenenti alla medesima valuta adottata dall'Autorità per supportare l'impiego di un indice europeo come indice di riferimento per la stima del beta. Si ritiene quindi che il TMR debba essere calcolato sul portafoglio di mercato utilizzato come riferimento per gli investitori, e pertanto debba essere pari media delle serie storiche dei rendimenti per i paesi dell'area Euro, ponderati per la loro capitalizzazione di mercato. Tale approccio è in linea con la prassi regolatoria adottata in diversi paesi.

Per ulteriori approfondimenti si rinvia al report Brattle, "Ulteriori osservazioni relative al calcolo del Beta e del Total Market Return per i settori regolati dell'energia in Italia", inviato in modalità interassociativa.

#### **S8. Osservazioni in merito al Country risk premium**

R8. Con riferimento al CRP, come per il RF ed al fine di assicurare la massima coerenza tra i due parametri, si conferma l'urgente necessità che l'orizzonte temporale di riferimento utilizzato nel valutare la differenza tra la media del rendimento richiesto per i titoli di Stato decennali italiani, e quello richiesto per i titoli di Stato di Paesi a rating più elevato, sia il più possibile ampio ed adeguato a rappresentare lo scenario preesistente rispetto alla pandemia Covid-19 ed alle conseguenti politiche espansive della BCE. In caso contrario, il parametro CRP non risulterebbe in grado di sterilizzare gli effetti distorsivi derivanti da simili politiche, determinando quindi una sottostima della remunerazione da riconoscere agli operatori. Si apprezza l'introduzione dell'elemento  $FP^{CRP}$  quale strumento di mitigazione dell'aleatorietà che la quantificazione proposta potrebbe determinare.

Prot. n. 2460 del 2/12/2021

Si ricorda, infine, l'esigenza espressa nelle considerazioni introduttive, di considerare nell'ambito del CRP anche l'effetto di aspettative di inflazione che potrebbero essere differenziate nei singoli paesi considerati, in quanto ciò costituisce un fattore di rilievo per gli investimenti, i quali, da una prospettiva di investitori europei, individuano, come parametro inflattivo rilevante, l'inflazione utilizzata per indicizzare la RAB, ovvero l'inflazione italiana.

Per ulteriori approfondimenti si rimanda al report NERA, "Response to ARERA's DCO 488/2021/R/COM on the cost of capital for Italian energy networks".

#### **S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta**

R9. Come espresso nelle considerazioni introduttive, si apprezzano le ipotesi di prevedere possibili aggiornamenti per tutti i settori regolati. Limitare tuttavia le prime revisioni ai soli servizi che presentino attualmente un valore di  $\beta$  asset inferiore a 0,4, alla luce dei valori osservati nell'Eurozona, costituisce una soluzione insufficiente ed inappropriata rispetto al contesto italiano ed ai relativi livelli di rischio dei servizi regolati, in particolare quelli della distribuzione, i quali ne risulterebbero ingiustamente discriminati. Diverse analisi suggeriscono invece come i servizi della distribuzione elettrica e gas siano caratterizzati, più di altri settori regolati, da notevoli livelli di rischio delle rispettive attività e dalla necessità di adeguarsi alle sfide ed ai mutamenti che deriveranno dalla realizzazione degli obiettivi del pacchetto Fit for 55. Negli ultimi anni si sono infatti registrati cospicui incrementi dei livelli di volatilità dei ricavi e dei margini delle imprese di distribuzione, cosa che richiede un intervento più deciso in termini di aggiornamento del beta all'inizio del prossimo periodo regolatorio, attraverso la definizione di un apposito uplift di incremento dedicato. Come accennato anche in premessa, tale proposta trova fondamento nel fatto, empiricamente dimostrato attraverso il report tecnico NERA predisposto a supporto delle presenti osservazioni, che la distribuzione presenta valori di asset beta più alti rispetto a quelli delle imprese di trasmissione, secondo valori compresi tra +0,04 e +0,06.

Per ulteriori approfondimenti si rinvia alle argomentazioni tecniche incluse nel report NERA relativo al beta, inviato in forma congiunta con il presente documento.

#### **S10. Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito.**

R10. Si apprezza la proposta di considerare, all'interno della formula, solamente gli indici iBoxx BBB 10+Y and 7-10Y e non più anche quelli di tipo A, in quanto ciò risponde correttamente alla necessità di utilizzare indici più coerenti rispetto al contesto delle imprese italiane. Si ritiene tuttavia necessario promuovere ulteriori valutazioni circa la possibilità di ricorrere ad indici alternativi all'iBoxx, in quanto si ritiene quest'ultimo non pienamente appropriato ad esprimere con efficacia i rendimenti delle obbligazioni non finanziarie riconducibili alle imprese italiane.

Si apprezza inoltre anche la proposta di gradualità sul PWACC Il secondo cui nel primo triennio, la determinazione del costo del debito viene definita come media ponderata tra il valore di 2,4% e il valore risultante dalla nuova metodologia proposta, con pesi attribuiti pari a 50% e 50%, mentre nel secondo triennio, la determinazione del costo del debito viene assunta come media ponderata tra il valore di 2,4% e il valore risultante dalla nuova metodologia proposta, con pesi attribuiti pari rispettivamente a 25% e 75%. A tale riguardo, si invita tuttavia a valutare un irrobustimento della metodologia di calcolo ed a riconoscere ulteriori elementi di gradualità esclusivi per le imprese di distribuzione, le quali risultano interessate da costi del debito



Prot. n. 2460 del 2/12/2021

relativamente più elevati di quelli sostenuti da altre tipologie di imprese. In particolare, in qualità di soluzione primaria si auspica che venga previsto, nel primo triennio, un peso pari a 75% e 25% anziché 50% e 50%, mentre nel secondo triennio, un peso pari a 50% e 50% anziché 25% e 75%.

Come soluzione alternativa si potrebbe invece stabilire, nel primo triennio, un peso di 75% e 25% e confermare nel secondo triennio il peso di 25% e 75%, assumendo che la suddetta gradualità possa essere basata su una riduzione lineare all'interno dei sei anni del periodo regolatorio, per esaurirsi al termine del II PWACC, come di seguito esemplificato:

Gradualità	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
	<b>Primo triennio</b>			<b>Secondo triennio</b>		
Inizio anno	100,00	83,33	66,67	50,00	33,33	16,67
Fine anno	83,33	66,67	50,00	33,33	16,67	-
Valore medio annuo	91,67	75,00	58,33	41,67	25,00	8,33
<b>Peso Kd reale I PWACC (2,4%)</b>	<b>75,00</b>			<b>25,00</b>		
<b>Peso Nuova metodologia</b>	<b>25,00</b>			<b>75,00</b>		

Si segnala inoltre che, nell'ambito degli approcci utilizzati per la stima del costo del debito, sarebbe opportuno utilizzare opportuni parametri di stima dell'inflazione basati su dati di mercato. Modelli previsionali istituzionali dell'inflazione di lungo termine potrebbero infatti essere influenzati dalle agende di policy dell'istituzione rilevante che li adotta ed offrire quindi una previsione meno realistica dell'inflazione attesa.

#### **S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.**

R11. Come già espresso in premessa, le proposte in materia di parametri fiscali risultano particolarmente impattanti e rischiano di vanificare i possibili effetti positivi derivanti da ogni altra innovazione prevista dalla presente consultazione. Si ritiene che le informazioni disponibili nei rendiconti separati non risultino idonee ad esprimere il reale livello di onerosità fiscale ravvisabile presso le imprese dei settori regolati e che il livello di fiscalità necessario a quantificare il parametro ai fini del WACC debba essere individuato attraverso l'applicazione di metodologie che sottraggono, dal risultato finale, componenti fiscalmente non rilevanti e/o non ricorrenti, ovvero ricostruiscono un livello di tassazione teorica sulla base della tassazione effettiva applicabile al risultato desumibile dall'applicazione dei parametri di remunerazione regolatori. Secondo alcune analisi della Scrivente, supportate anche da un'apposita raccolta dati relativa ad un campione rappresentativo di 12 aziende dei settori regolati, il tax rate da utilizzarsi dovrebbe attestarsi ad un valore non inferiore al 30%. Si propone pertanto l'adozione, per il primo triennio del PWACC, di un valore non inferiore al 30%. Tale parametro potrebbe essere in ogni caso rivalutato in occasione della prima revisione triennale, anche sulla base di eventuali evoluzioni della normativa fiscale di riferimento.

#### **S12. Osservazioni in merito al peso del capitale proprio e del capitale di debito.**

R12. Si concorda con la proposta di prevedere l'aggiornamento del gearing in occasione delle specifiche revisioni tariffarie di ogni singolo servizio regolato.



Prot. n. 2460 del 2/12/2021

<b>S13. Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali.</b>
--

R13. Non si esprimono particolari osservazioni rispetto all'eventualità di confermare l'applicazione del fattore F come previsto nell'attuale formulazione del WACC.