



Funzione Regulatory

**Spett.le**  
**Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente**  
**Direzione Infrastrutture Energia e Unbundling - DIEU**  
Piazza Cavour 5, Milano  
20122 Milano

**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) - ORIENTAMENTI FINALI**

***Osservazioni e Contributi ACEA SPA***

\*\*\*

**Osservazioni generali**

Con il presente Documento il Gruppo ACEA intende esprimere le proprie osservazioni in merito agli orientamenti proposti dal DCO in relazione all'aggiornamento del II PWACC.

Si ribadiscono in tal senso, nella loro interezza, le Osservazioni del Gruppo al precedente DCO 308/2021/R/com che vengono sinteticamente richiamate di seguito:

- presenza di valutazioni, alla base degli orientamenti esposti, che risentono di uno scenario contingente viziato dalle politiche espansive delle Banche centrali, che hanno l'effetto di deprimere in maniera estremamente rilevante gli indicatori macroeconomici presi a riferimento;
- scarsa attenzione per la situazione reale delle imprese che operano nel contesto nazionale, laddove alcuni indicatori presentano differenze significative con i panieri europei; si rileva a tal proposito come, ad esempio, lo spread tra i titoli di Stato italiani esprime differenze di contesto che meritano di essere interiorizzate nel metodo di valorizzazione del WACC, nonché le attese sull'inflazione che appaiono divergenti tra la situazione italiana e quella degli altri Paesi EU;
- ricorso a finestre di osservazione che non bilanciano in maniera adeguata lo scenario attuale – che, ribadiamo, potrebbe essere distorsivo in alcuni elementi fondamentali – con i trend storici che mostrano valori che devono necessariamente emergere;
- analisi in alcuni casi non aderente alle gestioni relative alle utility italiane con riferimento agli elementi di rischio specifici dei settori regolati, anche con riferimento agli effetti che tale metodologia comporterà per l'aggiornamento tariffario nel SII (cfr. in particolare DCO 489/2021/R/idr) e nei rifiuti (cfr. in particolare DCO 282/2021/R/rif).

Pur apprezzando alcuni elementi in linea con le osservazioni rappresentate anche in sede associativa inseriti nel presente DCO e che vedono un'apertura da parte dell'Autorità, in particolar modo quelli legati all'esplicitazione di un percorso di gradualità con specifico riferimento al costo del debito, le proposte in consultazione non sembrano cogliere tali valutazioni nella sua visione d'insieme.

L'impatto di tali modifiche potrebbe essere fortemente negativo per gli investimenti che i soggetti regolati dovranno effettuare nei prossimi anni. A tal proposito non si può non ribadire che – come d'altronde ben rappresentato dal DCO 465/2021/A sul Quadro Strategico di ARERA per il quadriennio 2022-2025 – il percorso di transizione ecologica del Paese richiede importanti investimenti proprio nei settori regolati.

Nei settori energetici tale esigenza di investimento si sostanzia in particolare nelle reti di distribuzione che dovranno evolversi, su una strada già tracciata, verso la sempre maggiore abilitazione di flessibilità locale, servizi innovativi e sostenibilità.

Nel settore elettrico si prevede un rilevante impulso infrastrutturale a supporto della mobilità sostenibile e dell'elettrificazione dei consumi che, con un'intensità amplificata nei contesti metropolitani, che richiederà ai DSO un ruolo sempre più centrale a servizio degli obiettivi della transizione energetica.

In parallelo, sta emergendo come tema centrale la maggiore sostenibilità del settore gas verso la decarbonizzazione della *commodity* e la riduzione delle emissioni di metano, cui si affianca l'obiettivo di aumento dell'efficienza del sistema sotteso allo sviluppo delle gare per la distribuzione; queste auspicabilmente assisteranno ad un impulso grazie alla semplificazione attesa per via normativa (cfr. DDL Concorrenza) ma che – proprio in virtù di un eventuale intervento depressivo sul WACC – rischiano di perdere la propria attrattività e, quindi, efficacia.

Specularmente, i settori ambientali sono centrali nel percorso di transizione ecologica. Inoltre, la situazione italiana richiede, con urgenza, il superamento di un *divide* territoriale che, oltre le esternalità ambientali negative, ha l'effetto di mostrare standard qualitativi inadeguati per molti clienti, nonché di penalizzare il Paese per le procedure di infrazione e sanzioni ricevute.

Pertanto, in premessa rispetto alle osservazioni puntuali che seguono, si intende rimarcare come le proposte del presente DCO appaiano inefficaci rispetto al contesto attuale e calibrate in maniera non solida e migliorabile sul contesto macroeconomico di riferimento. Si auspica quindi un'analisi delle presenti osservazioni, e del contributo che fornito dalle Associazioni di riferimento, che possa ricondurre tali orientamenti verso valutazioni a nostro avviso maggiormente corrette.

Si esprime, infine, l'esigenza che – al fine di una corretta programmazione delle attività – la delibera finale venga adottata in anticipo rispetto alla fine dell'anno.

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

Si condivide.

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

Si condivide con specifico riferimento all'esplicitazione dei suddetti criteri.

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

Si condivide la metodologia, fermo restando le considerazioni di seguito circa la valorizzazione dei singoli elementi.

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

Si condivide la formulazione generale, si rimanda agli spunti successivi in merito ai singoli parametri.

**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.**

Contrariamente a quanto rappresentato nel DCO, si ritiene necessaria la conferma di un *floor* per il calcolo del RF che, come avvenuto nel I PWACC, dia stabilità alla formula del *ke*. Al fine di combinare tale esigenza con l'effetto dell'aggiornamento dei valori sottostanti, si propone di definire un *floor* decrescente che, partendo dal valore attuale, arrivi a dimezzarsi (0,25) alla fine del periodo regolatorio.

In ogni caso, pur apprezzando l'omogeneizzazione del tasso di inflazione al denominatore della formula, si riterrebbe opportuno adottare una formula che contemperi gli effetti dei due approcci *forward* e *backward looking*: se il primo può avere il pregio di rispondere al cambiamento degli scenari di mercato, è essenziale definire un metodo che possa garantire elementi di stabilità di medio termine del RF.

Rispetto al periodo di osservazione per il calcolo del RF, si condivide la possibilità di adottare la finestra novembre 2020 – ottobre 2021 anche se si ribadisce che tale orizzonte rischia di non garantire una adeguata rappresentatività.

Si ricorda inoltre che, ai sensi del DCO in consultazione 489/2021/R/idr, tale fattore verrà utilizzato anche in sede di aggiornamento delle tariffe del SII; tale elemento rappresenta uno spunto ulteriore di valutazione, che a nostro avviso va letto nell'ottica di un'esigenza di stabilità per gli investimenti.

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

Si ribadisce che, anche in considerazione della letteratura di settore, risulta corretto applicare la media aritmetica per il calcolo del TMR. Per ulteriori elementi circa tali considerazioni si rimanda agli approfondimenti tecnici effettuati in ambito associativo.

Si suggerisce inoltre di affinare il paniere di riferimento per il calcolo del TMR, laddove un'estensione ai Paesi dell'area Euro (rispetto all'impostazione che considererebbe solo i Paesi con rating più elevato) sarebbe più coerente con il portafoglio degli investitori.

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

Pur condividendo la rivisitazione della formula proposta nel precedente DCO, segnaliamo come l'approccio utilizzato sia viziato dallo scenario attuale – più volte richiamato nel presente

Documento - e non colga l'esigenza di includere un orizzonte di osservazione più adeguato a intercettare il contesto reale per gli investimenti.

Appare inoltre indispensabile che venga intercettata l'aspettativa sui tassi di inflazione in Italia, che appare connotata da dinamiche non omogenee rispetto agli altri Paesi EU.

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

Si apprezza la volontà di effettuare un approfondimento, diretto all'aggiornamento delle regolazioni settoriali, rispetto all'aggiornamento del coefficiente beta.

Appare assolutamente necessario, infatti, che la metodologia catturi in maniera significativa il grado di rischio – oggettivamente aumentata – delle attività di distribuzione elettrica e del gas. In particolare, il quadro economico e normativo pongono i settori in una fase evolutiva in cui la presenza di innovazioni potrebbe avere effetti significativi sulle suddette attività.

Non appare invece motivata la differenza nel trattamento – derivante dalla revisione introdotta al punto 7.54 ma limitata ai soli servizi con un valore di  $\beta$  asset inferiore a 0,4 – tra la distribuzione e la trasmissione/trasporto: le evidenze confermano la differenza sostanziale tra le due attività, per cui non si riterrebbe condivisibile una loro parificazione nel livello di rischio.

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

Si ritiene condivisibile l'approccio del presente DCO che, sulla scorta delle Osservazioni pervenute, ha esplicitato un percorso di gradualità rispetto al (radicale) cambiamento della formulazione prevista per il costo del debito. Al fine di valorizzare gli effetti di tale gradualità si propone che nel primo semiperiodo il peso del costo del debito esistente sia posto pari a 2/3, per passare - in ottica simmetrica - a 1/3 nel secondo semiperiodo.

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

La valorizzazione del parametro relativo al livello di tassazione individuato dal DCO appare assolutamente inadeguato. A nostro avviso, ciò si deve all'utilizzo dei conti annuali separati a disposizione di ARERA che, essendo monitorati con finalità differenti, non permette una valutazione sugli effettivi livelli di tassazione per le imprese.

Si chiede pertanto di confermare il precedente orientamento (con  $T_p$  pari a 31%) che risulta invece allineato con i valori reali.

A tal proposito, si riportano (cfr. Tabelle in calce al presente documento) le analisi condotte dalla Scrivente sui livelli di *tax rate* che più correttamente dovrebbero essere presi a riferimento. Si sottolinea che l'analisi sottostante si inserisce nell'ambito delle valutazioni effettuate in ambito interassociativo attraverso una metodologia di calcolo comune e condivisa tra le Aziende che hanno aderito al panel.

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

Si condivide.

#### ***S13. Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali.***

Si condivide.