

**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*

Documento per la consultazione per la formazione di provvedimenti nell'ambito del  
procedimento avviato con deliberazione dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e  
Ambiente 13 ottobre 2020, 380/2020/R/COM

Mercati di incidenza: energia elettrica e gas naturale

*11 novembre 2021*

### ***Premessa***

*Il presente documento per la consultazione si inserisce nell'ambito del procedimento avviato con deliberazioni dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (di seguito: Autorità) 13 ottobre 2020, 380/2020/R/COM (di seguito: deliberazione 380/2020/R/COM), per la formazione di provvedimenti in materia di aggiornamento dei criteri di determinazione e aggiornamento del WACC per il periodo di regolazione del WACC che si avvia a partire dal 1° gennaio 2022 (II PWACC).*

*Il presente documento fa seguito alla pubblicazione del documento per la consultazione 15 luglio 2021, 308/2021/R/COM, nel quale sono stati delineati gli orientamenti iniziali in merito ai criteri di determinazione e aggiornamento del WACC per il II PWACC.*

*I soggetti interessati sono invitati a far pervenire all'Autorità le proprie osservazioni e proposte in forma scritta, compilando l'apposito modulo interattivo disponibile sul sito internet dell'Autorità o, in alternativa, all'indirizzo di posta elettronica certificata (protocollo@pec.arera.it) entro il **2 dicembre 2021**.*

*Si fa riferimento all'Informativa sul trattamento dei dati personali, in merito alla pubblicazione e alle modalità della pubblicazione delle osservazioni. Con riferimento alla pubblicazione delle osservazioni, di cui al punto 1, lettera b), della stessa Informativa, si specifica ulteriormente che i partecipanti alla consultazione che intendano salvaguardare la riservatezza di dati e informazioni, diversi dai dati personali, dovranno motivare tale richiesta contestualmente all'invio del proprio contributo alla presente consultazione, evidenziando in apposite appendici le parti che si intendono sottrarre alla pubblicazione. In tale caso i soggetti interessati dovranno inviare su supporto informatico anche la versione priva delle parti riservate, destinata alla pubblicazione qualora la richiesta di riservatezza sia accolta dagli Uffici dell'Autorità.*

***Autorità per la regolazione di energia reti e ambiente  
Direzione Infrastrutture Energia e Unbundling  
Corso di Porta Vittoria, 27 - 20122 - Milano***

*email: [protocollo@pec.arera.it](mailto:protocollo@pec.arera.it)  
sito internet: [www.arera.it](http://www.arera.it)*

## **INFORMATIVA SUL TRATTAMENTO DEI DATI PERSONALI**

### **ai sensi dell'art. 13 del Regolamento UE 2016/679 (GDPR)**

La disciplina della partecipazione ai procedimenti di regolazione dell'ARERA è contenuta nella deliberazione n. 649/2014/A. Ai sensi dell'articolo 4.2 della disciplina in parola, l'ARERA non riceve contributi anonimi.

#### **1. Base giuridica e finalità del trattamento**

##### ***a. Trattamento dei dati personali raccolti in risposta alle consultazioni***

Si informa che i dati personali trasmessi partecipando alla consultazione pubblica saranno utilizzati da ARERA, (Titolare del trattamento), nei modi e nei limiti necessari per svolgere i compiti di interesse pubblico e per adottare gli atti di sua competenza ai sensi della normativa vigente, con l'utilizzo di procedure anche informatizzate. Il trattamento è effettuato in base all'articolo 6, par. 1 lett. e) del GDPR.

##### ***b. Pubblicazione delle osservazioni***

Le osservazioni pervenute possono essere pubblicate sul sito internet di ARERA al termine della consultazione. I partecipanti alla consultazione possono chiedere che, per esigenze di riservatezza, i propri commenti siano pubblicati in forma anonima. Una generica indicazione di confidenzialità presente nelle comunicazioni trasmesse non sarà considerata una richiesta di non divulgare i commenti.

I partecipanti alla consultazione che intendono salvaguardare la riservatezza o la segretezza, in tutto o in parte, delle osservazioni e/o documentazione inviata, sono tenuti ad indicare quali parti delle proprie osservazioni e/o documentazione sono da considerare riservate e non possono essere divulgate. A tal fine, i partecipanti alla consultazione sono tenuti a trasmettere una versione non confidenziale delle osservazioni destinata alla pubblicazione.

##### ***c. Modalità della pubblicazione***

In assenza delle indicazioni di cui al punto b) della presente Informativa (richiesta di pubblicazione in forma anonima e/o divulgazione parziale), le osservazioni sono pubblicate in forma integrale unitamente alla ragione sociale/denominazione del partecipante alla consultazione. La ragione sociale/denominazione del partecipante alla consultazione che contenga dati personali è oscurata. Sono altresì oscurati tutti i dati personali contenuti nel corpo del contributo inviato e che possano rivelare l'identità di persone fisiche identificate o identificabili. I dati personali delle persone fisiche che rispondono alla consultazione nella loro capacità personale sono oscurati. Sono altresì oscurati tutti i dati personali contenuti nel corpo del contributo inviato e che possano rivelare l'identità del partecipante alla consultazione.

#### **2. Modalità del trattamento e periodo di conservazione dei dati**

Dei dati personali possono venire a conoscenza i Capi delle Strutture interessate dall'attività di regolamentazione cui è riferita la consultazione, nonché gli addetti autorizzati al trattamento. I dati saranno trattati mediante supporto cartaceo e tramite procedure informatiche, con l'impiego di misure di sicurezza idonee a garantirne la riservatezza nonché ad evitare l'indebito accesso agli stessi da parte di soggetti terzi o di personale non autorizzato. Tali dati saranno conservati per un periodo massimo di 5 anni.

#### **3. Comunicazione e diffusione dei dati**

I dati non saranno comunicati a terzi, fatti salvi i casi in cui si renda necessario comunicarli ad altri soggetti coinvolti nell'esercizio delle attività istituzionali del Titolare e i casi specificamente previsti dal diritto nazionale o dell'Unione Europea.

#### **4. Titolare del Trattamento**

Titolare del trattamento è ARERA, con sede in Corso di Porta Vittoria, 27, 20122, Milano, e-mail: [info@arera.it](mailto:info@arera.it), PEC: [protocollo@pec.arera.it](mailto:protocollo@pec.arera.it), centralino: +39 02655651.

#### **5. Diritti dell'interessato**

Gli interessati possono esercitare i diritti di cui agli articoli 15-22 del GDPR rivolgendosi al Titolare del trattamento agli indirizzi sopra indicati. Il Responsabile della Protezione dei Dati personali dell'Autorità è raggiungibile al seguente indirizzo: Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente, Corso di Porta Vittoria, 27, 20122 Milano, e-mail: [rpd@arera.it](mailto:rpd@arera.it).

Gli interessati, ricorrendone i presupposti, hanno altresì il diritto di proporre reclamo al Garante per la protezione dei dati personali, quale autorità di controllo, o di adire le opportune sedi giudiziarie.

## INDICE

<b>PARTE I ASPETTI INTRODUTTIVI.....</b>	<b>7</b>
1. <b>Oggetto e ambito della consultazione.....</b>	<b>7</b>
2. <b>Sviluppo del procedimento .....</b>	<b>7</b>
3. <b>Struttura del documento .....</b>	<b>7</b>
<b>PARTE II DURATA E ARTICOLAZIONE DEL PERIODO REGOLATORIO - LOGICHE DI AGGIORNAMENTO .....</b>	<b>8</b>
4. <b>Durata del periodo regolatorio .....</b>	<b>8</b>
5. <b>Articolazione del periodo e criteri di aggiornamento del WACC.....</b>	<b>8</b>
Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM.....	8
Osservazioni ricevute .....	9
Orientamenti finali.....	10
<b>PARTE III CRITERI PER LA DEFINIZIONE DEI PARAMETRI DEL WACC 13</b>	
6. <b>Criteri generali.....</b>	<b>13</b>
Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM.....	13
Osservazioni ricevute e orientamenti finali .....	13
7. <b>Tasso di rendimento del capitale proprio (<i>equity</i>) .....</b>	<b>14</b>
Criteri generali .....	14
<i>Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM .....</i>	<i>14</i>
<i>Osservazioni ricevute e orientamenti finali.....</i>	<i>14</i>
Tasso di rendimento delle attività prive di rischio .....	14
<i>Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM .....</i>	<i>14</i>
<i>Osservazioni ricevute .....</i>	<i>16</i>
<i>Orientamenti finali .....</i>	<i>17</i>
Premio per il rischio di mercato .....	20
<i>Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM .....</i>	<i>20</i>
<i>Osservazioni ricevute .....</i>	<i>20</i>
<i>Orientamenti finali .....</i>	<i>20</i>
Country risk premium.....	21
<i>Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM .....</i>	<i>21</i>
<i>Osservazioni ricevute .....</i>	<i>21</i>
<i>Orientamenti finali .....</i>	<i>21</i>
Coefficiente beta.....	22
<i>Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM .....</i>	<i>22</i>
<i>Osservazioni ricevute .....</i>	<i>23</i>
<i>Orientamenti finali .....</i>	<i>23</i>
8. <b>Costo del debito.....</b>	<b>24</b>
Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM.....	24
Osservazioni ricevute .....	25

Orientamenti finali.....	26
<b>9. Parametri fiscali.....</b>	<b>28</b>
<b>10. Peso del capitale proprio e del capitale di debito (<i>gearing</i>) .....</b>	<b>29</b>
<b>11. Fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali .....</b>	<b>29</b>

## **PARTE I**

### **ASPETTI INTRODUTTIVI**

#### **1. Oggetto e ambito della consultazione**

- 1.1 Il presente documento per la consultazione si inserisce nell'ambito del procedimento avviato con la deliberazione 380/2020/R/COM per l'adozione di provvedimenti in materia di metodi e criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) nei settori elettrico e gas per il secondo periodo di regolazione (II PWACC), che si avvia l'1 gennaio 2022.
- 1.2 Il presente documento fa seguito alla consultazione 15 luglio 2021, 308/2021/R/COM (di seguito: DCO 308/2021/R/COM), con la quale l'Autorità, dopo una ricognizione degli elementi di contesto relativi al quadro macroeconomico e alla transizione energetica, ha descritto gli orientamenti iniziali in relazione alla fissazione dei criteri di determinazione e aggiornamento del WACC nel II PWACC.

#### **2. Sviluppo del procedimento**

- 2.1 A seguito della pubblicazione del DCO 308/2021/R/COM, l'Autorità ha effettuato una raccolta dati con l'obiettivo di raccogliere le informazioni e i dati necessari per una valutazione del costo del debito delle imprese regolate per i settori elettrico e gas. La raccolta dati è stata condotta su un campione rappresentativo delle diverse classi dimensionali di impresa.
- 2.2 Nel mese di ottobre si è svolto un momento di approfondimento e confronto attraverso l'organizzazione di una sessione pubblica di presentazione degli orientamenti dell'Autorità espressi nel DCO 308/2021/R/COM.
- 2.3 Sempre nel mese di ottobre si è svolto un incontro di approfondimento con operatori e associazioni di categoria, in cui sono state illustrate le principali osservazioni rispetto alle tematiche affrontate nel DCO 308/2021/R/COM.

#### **3. Struttura del documento**

- 3.1 Il presente documento, oltre alla presente parte introduttiva comprende:
  - a) la Parte II, nella quale sono riportati gli orientamenti in relazione alla durata del periodo regolatorio e alla sua articolazione, con attenzione particolare alle dinamiche di aggiornamento;
  - b) la Parte III, nella quale sono riportati gli orientamenti ai fini della definizione dei parametri per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito.

## **PARTE II**

### **DURATA E ARTICOLAZIONE DEL PERIODO REGOLATORIO - LOGICHE DI AGGIORNAMENTO**

#### **4. Durata del periodo regolatorio**

- 4.1 In relazione alla durata del periodo regolatorio, nella deliberazione 380/2020/R/COM l’Autorità ha ritenuto opportuno individuare un limite minimo di quattro anni.
- 4.2 L’Autorità ritiene che una giusta combinazione di un periodo sufficientemente lungo di vigenza dei criteri generali e di meccanismi di aggiustamento infra-periodo che consentano un’equilibrata ripartizione di rischi e incertezze tra gestori del servizio e utenti, possa essere una soluzione adeguata rispetto all’obiettivo di fornire un quadro il più possibile prevedibile e certo sia agli investitori sia agli utenti del servizio.
- 4.3 In quest’ottica, l’Autorità nel DCO 308/2021/R/COM ha espresso l’orientamento di confermare la durata di sei anni del periodo di regolazione, individuando strumenti che possano risultare adeguati a gestire i rischi e le incertezze connessi al particolare andamento congiunturale, incluse le frequenze di aggiornamento più appropriate (cfr. Capitolo 5).
- 4.4 Le osservazioni pervenute hanno dimostrato una sostanziale condivisione di tale impostazione.
- 4.5 L’Autorità è orientata a confermare un periodo di regolazione della durata di sei anni.

*SI. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.*

#### **5. Articolazione del periodo e criteri di aggiornamento del WACC**

##### **Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM**

- 5.1 L’attuale quadro macroeconomico rende necessaria la valutazione di soluzioni che consentano di coniugare in modo opportuno le esigenze di tutelare i clienti finali con quelle di offrire certezza a operatori e investitori, garantendo un livello di remunerazione adeguato rispetto alle condizioni dei mercati finanziari, necessario per supportare gli investimenti.
- 5.2 Nel DCO 308/2021/R/COM l’Autorità ha proposto due approcci al fine di gestire le incertezze e i rischi che caratterizzano l’attuale quadro macroeconomico, prevedendo in particolare l’introduzione di specifici premi che coprano gli operatori dal rischio di variazioni delle condizioni di mercato, e l’aumento delle frequenze di aggiornamento.
- 5.3 Con riferimento a quest’ultimo aspetto, ferma restando la durata del periodo regolatorio di vigenza dei criteri generali pari a sei anni, una prima ipotesi

(IPOTESI A) prevede uno schema di aggiornamenti biennali in relazione ai parametri *RF* nominale, inflazione incorporata nel *RF* (*isr*), inflazione attesa (*ia*), *Country risk premium* (*CRP*), indice iBoxx per costo del debito, *Forward premium* (*FP*), e parametri fiscali<sup>1</sup>, con una conseguente suddivisione del periodo regolatorio in tre sub-periodi.

- 5.4 L’Autorità ha inoltre proposto una soluzione alternativa (IPOTESI B) che, pur mantenendo in coerenza con il I PWACC una frequenza di aggiornamento triennale dei parametri relativi al contesto macroeconomico e fiscale, sarebbe caratterizzata da un ulteriore meccanismo di aggiornamento annuale (almeno per il primo triennio) delle variabili macroeconomiche secondo una logica *trigger*. Tale meccanismo prevede che l’aggiornamento si attivi solo qualora l’effetto cumulato dell’aggiornamento di tali parametri comporti una variazione del WACC al di sopra di una determinata soglia. L’Autorità ha inoltre previsto che l’attivazione o meno del meccanismo di *trigger* sia prevedibile e nota con un congruo anticipo, sulla base di criteri di calcolo e determinazione automatici e non discrezionali. Nel contesto di tale IPOTESI B, l’Autorità ha inoltre proposto la possibilità di rivedere, al termine del primo triennio, le frequenze di aggiornamento dei parametri per il secondo semi-periodo, in funzione delle condizioni del quadro macroeconomico. In particolare, qualora il quadro macroeconomico risultasse più stabile rispetto a quello attuale, le frequenze di aggiornamento potrebbero essere ridotte eventualmente non prevedendo alcun aggiornamento con *trigger* per gli anni 2026 e 2027.
- 5.5 Per quanto riguarda gli altri parametri che concorrono alla determinazione del WACC:
- a) i parametri che hanno natura più strutturale o che sono calcolati su orizzonti pluriennali quali il *Total Market Return* (*TMR*), la Componente a copertura costi di transazione (*ADD*), i pesi del nuovo debito e del debito esistente ( $\varphi$ ) e l’*Uncertainty premium* (*UP*) non sarebbero soggetti ad alcun aggiornamento infra-periodo;
  - b) il coefficiente *beta* e il livello di *gearing* sarebbero aggiornati in occasione delle revisioni tariffarie previste per il singolo servizio regolato, compresi eventuali aggiornamenti infra-periodo ove previsti.

### Osservazioni ricevute

- 5.6 Nell’ambito delle osservazioni ricevute è emersa una generale preferenza per l’IPOTESI B in quanto giudicata in grado di meglio garantire il giusto equilibrio tra stabilità regolatoria e necessità di recepire eventuali variazioni significative negli indicatori di mercato utilizzati per la stima dei parametri.
- 5.7 Diversi soggetti hanno segnalato l’esigenza di conoscere in anticipo i criteri di aggiornamento, sia con riferimento alle modalità di calcolo dei parametri (in particolare i periodi di osservazione) sia in relazione alla soglia per l’attivazione del meccanismo *trigger*.

---

<sup>1</sup> Per una spiegazione di dettaglio dei parametri riportati si faccia riferimento ai rispettivi Capitoli della successiva Parte III.

5.8 Alcuni soggetti hanno richiesto che, nell'ambito dell'IPOTESI B, la logica di *trigger* per l'aggiornamento annuale delle variabili macroeconomiche sia prevista per entrambi i trienni.

### **Orientamenti finali**

5.9 Ai fini dell'aggiornamento dei parametri, l'Autorità è orientata a prevedere che il periodo di regolazione di durata esennale sia suddiviso in due semi-periodi di durata triennale, in coerenza con il criterio di cui all'IPOTESI B del DCO 308/2021/R/COM. Rispetto a tale proposta, in ragione degli orientamenti espressi nel presente documento per la consultazione nella successiva Parte III, si precisa che:

- a) il parametro *Convenience premium* rientra tra i parametri stabiliti sulla base di evidenze di lungo periodo, e che dunque non verrebbero aggiornati nel corso del periodo di regolazione;
- b) in relazione al *Forward premium*, rispetto a quanto indicato nel DCO 308/2021/R/COM (cfr. paragrafo 13.16), tale parametro sarebbe stimato con riferimento a un orizzonte temporale triennale in sede di prima determinazione dei parametri (guardando al valore del settembre 2023), mentre qualora l'aggiornamento dovesse essere attivato dal *trigger* il valore del *Forward premium* sarebbe determinato sulla base di un orizzonte di valutazione biennale (nel caso di aggiornamento per l'anno 2023) o annuale (nel caso di aggiornamento per l'anno 2024);
- c) ai fini della determinazione del costo del debito, il valore del coefficiente di gradualità sarebbe aggiornato in occasione dell'aggiornamento triennale, secondo un valore determinato ex-ante (cfr. Capitolo 8); i pesi del nuovo debito e del debito esistente sono invece mantenuti fissi per l'intera durata del PWACC anche nell'ipotesi in cui dovesse determinarsi l'aggiornamento in ragione del meccanismo di *trigger*;
- d) coerentemente con quanto proposto in materia di determinazione del parametro *Country risk premium* (cfr. paragrafi da 7.37 a 7.40), l'Autorità è orientata ad aggiungere il parametro specifico del *Forward premium* ( $FP^{CRP}$ ) tra i parametri da aggiornare con cadenza triennale e logica *trigger*; il parametro che esprime lo *spread* tra titoli di Stato valutato retrospettivamente è ora denominato *SPREAD*;
- e) in relazione all'aggiornamento del coefficiente *beta*, fatto salvo quanto previsto sull'aggiornamento in funzione della durata delle regolazioni tariffarie specifiche di ciascun settore/servizio, si rimanda a quanto descritto ai successivi paragrafi da 7.47 a 7.55.

5.10 Con riferimento alla soglia per l'attivazione del meccanismo *trigger*, l'Autorità ritiene opportuno impostare tale valore a un livello non inferiore a 50 bps, prevedendo che in presenza di variazioni del WACC inferiori a tale soglia non si proceda all'aggiornamento.

5.11 In relazione alla possibilità di prevedere fin da subito il meccanismo *trigger* anche per il secondo triennio, l'Autorità ritiene più opportuno rimandare tale valutazione

al termine del primo triennio, in funzione delle condizioni del quadro macroeconomico e della situazione congiunturale.

- 5.12 Nella Tabella 1 sono indicate le ipotesi sulle frequenze di aggiornamento della soluzione alternativa prospettata in funzione dei diversi parametri.

**Tabella 1: Aggiornamento dei parametri**

Parametro	Frequenza di aggiornamento
<i>RF</i> nominale, inflazione incorporata nel <i>RF (isr)</i> , inflazione attesa ( <i>ia</i> ), <i>SPREAD</i> ai fini del calcolo del <i>CRP</i> , Indice iBoxx per costo del debito, parametri <i>Forward premium (FP e FP<sup>CRP</sup>)</i>	Triennale Per il primo triennio (anni 2023 e 2024), anche annuale con <i>trigger</i> su effetto cumulato (variazioni WACC non inferiori a 50 bps). Per il secondo triennio (anni 2026 e 2027), da valutare se logica <i>trigger</i> o assenza di aggiornamento
Parametri fiscali, coefficienti di gradualità per il costo del debito (noti ex-ante)	Triennale
<i>Total Market Return (TMR)</i> , Componente a copertura costi di transazione ( <i>ADD</i> ), Pesì del nuovo debito e del debito esistente ( $\varphi$ ), <i>Convenience premium (CP)</i> , <i>Uncertainty premium (UP)</i>	Nessun aggiornamento infraperiodo
<i>Gearing</i>	In funzione della durata delle regolazioni tariffarie specifiche di ciascun settore/servizio
Coefficiente <i>beta</i>	In funzione della durata delle regolazioni tariffarie specifiche di ciascun settore/servizio, fatto salvo quanto proposto ai successivi paragrafi da 7.47 a 7.55

- 5.13 Con riferimento all'attivazione del meccanismo di *trigger*, l'Autorità ritiene che, in un'ottica di semplificazione e al fine di rendere più immediata la valutazione delle condizioni che potrebbero portare all'azionamento del meccanismo, la verifica dell'attivazione dell'aggiornamento annuale possa essere effettuata confrontando il valore in vigore del WACC con quello che risulterebbe dall'aggiornamento dei soli parametri *RF* nominale, inflazione incorporata nel *RF (isr)*, *SPREAD* e indice iBoxx per costo del debito. Qualora da tale confronto risultasse una differenza pari o superiore al valore soglia per l'attivazione del meccanismo *trigger*, il WACC sarebbe ricalcolato sulla base della nuova valutazione di tali parametri, nonché di quelli relativi all'inflazione attesa (*ia*) e al *Forward premium (FP e FP<sup>CRP</sup>)*.
- 5.14 Per quanto riguarda gli orizzonti temporali di riferimento per l'aggiornamento del WACC per l'anno *t*, l'Autorità è orientata a:
- per il parametro *RF*, considerare un periodo di osservazione retrospettiva annuale da *t-2* a *t-1*, essendo *t* l'anno di applicazione, come meglio precisato al paragrafo 7.19;

- b) per i parametri *isr* e *SPREAD*, considerare un periodo di osservazione coerente con quello del parametro *RF*;
- c) per l'indice  $i\text{Boxx}^{\text{spot}}$  il valore rilevato al momento dell'aggiornamento;
- d) per il parametro *ia*, assumere l'ultimo valore disponibile al momento dell'aggiornamento;
- e) per l'indice  $i\text{Boxx}^{10Y}$ , considerare il periodo di osservazione retrospettivo decennale da  $t-10$  a  $t-1$ ;
- f) per i parametri *Forward premium* (*FP* e  $FP^{CRP}$ ):
  - i. ai fini del ricalcolo per l'anno 2023, effettuare un calcolo con riferimento all'orizzonte di settembre 2023;
  - ii. ai fini del ricalcolo per l'anno 2024, effettuare un calcolo con riferimento all'orizzonte di settembre 2024 (cfr. paragrafo 7.20).

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

## PARTE III

### CRITERI PER LA DEFINIZIONE DEI PARAMETRI DEL WACC

#### 6. Criteri generali

##### Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM

6.1 Nel DCO 308/2021/R/COM l’Autorità ha proposto di mantenere, per il II PWACC, la formulazione del WACC già adottata nel I PWACC, ossia una formulazione in termini reali, pre-tasse. Tale approccio prevede che il calcolo sia effettuato per ciascun servizio infrastrutturale regolato dei settori elettrico e gas come media ponderata del tasso di rendimento del capitale proprio e del costo del debito, che la determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio (*equity*) sia fondata sul metodo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e che sia identificato uno specifico addendo nel calcolo del tasso di rendimento del capitale proprio che rifletta il premio che gli investitori richiedono per gli investimenti in Paesi con *rating* medio-basso, identificabile come premio per il rischio Paese (*Country risk premium, CRP*).

##### Osservazioni ricevute e orientamenti finali

6.2 Nell’ambito della consultazione si è riscontrata una diffusa condivisione dell’approccio metodologico proposto per la determinazione del WACC.

6.3 L’Autorità intende pertanto confermare la formulazione generale del WACC come tasso di rendimento espresso in termini reali, pre-tasse proposta nel DCO 308/2021/R/COM. In termini formali, per ciascun sub-periodo  $p$  di durata triennale, per ciascun servizio regolato  $s$  dei settori elettrico e gas, il valore sarebbe determinato secondo la seguente formula:

$$W_{pre-tax,p,s}^{real} = Ke_{p,s}^{real} \cdot \frac{(1 - g_{p,s})}{(1 - T_p)} + Kd_p^{real} \cdot \frac{g_{p,s} \cdot (1 - tc_p)}{(1 - T_p)} + F_{p,s}$$

dove:

- $Ke_{p,s}^{real}$  è il tasso reale di rendimento del capitale proprio (*equity*);
- $Kd_p^{real}$  è il costo del debito in termini reali;
- $T_p$  è l’aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato d’esercizio;
- $tc_p$  è l’aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari;
- $g_{p,s}$  è il livello di *gearing*;
- $F_{p,s}$  è il fattore correttivo che consente la copertura delle imposte sui profitti nominali.

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

## 7. Tasso di rendimento del capitale proprio (*equity*)

### Criteri generali

#### Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM

- 7.1 Per la determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio ( $Ke^{real}$ ), l'Autorità ha proposto di confermare l'approccio generale già adottato nel I PWACC. Tale approccio si fonda:
- sull'individuazione di un tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*risk-free*,  $RF$ ), identificato con riferimento a Paesi dell'area dell'euro con *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P (in particolare si tratta attualmente di Belgio, Francia, Germania e Paesi Bassi);
  - sulla determinazione di un premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium*,  $ERP$ ) determinato come differenza tra il *Total Market Return* ( $TMR$ ) e il tasso  $RF$ , sempre con riferimento a Paesi dell'area dell'euro con *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P;
  - sulla modulazione di tale premio per il rischio di mercato sulla base del coefficiente *beta* che esprime il rischio sistematico e quindi non diversificabile relativo a ciascun servizio regolato;
  - sull'inclusione di un elemento addizionale che esprima il rischio Paese, al fine di riflettere il premio che gli investitori richiedono per investire in Italia rispetto a investire nei Paesi dell'area dell'euro con *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P (*Country risk premium*,  $CRP$ ).

#### Osservazioni ricevute e orientamenti finali

- 7.2 Nell'ambito della consultazione si è riscontrata una diffusa condivisione dell'approccio metodologico proposto per la determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio. L'Autorità intende pertanto confermare la formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM. In termini formali:

$$Ke^{real} = RF + \beta^{asset} \cdot \left[ 1 + (1 - tc) \cdot \frac{g}{1 - g} \right] \cdot (TMR - RF) + CRP$$

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

### Tasso di rendimento delle attività prive di rischio

#### Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM

- 7.3 In relazione alla peculiare situazione macroeconomica di tassi di interesse reale negativi che perdura ormai da diversi anni, l'Autorità ha proposto una modifica dell'approccio utilizzato nel I PWACC per fissare il tasso *risk-free* reale con l'obiettivo di formulare un tasso *risk-free* reale coerente con le reali possibilità di finanziamento delle imprese, mediante l'adozione della seguente formula:

$$RF = \frac{RF^{nominal} - isr}{1 + isr} + \frac{CP + FP + UP}{1 + ia}$$

dove:

- $RF^{nominal}$  è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio, espresso in termini nominali;
- $isr$  è il tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato;
- $CP$  è il *Convenience premium*;
- $FP$  e  $UP$  sono rispettivamente il *Forward premium* e l'*Uncertainty premium*;
- $ia$  è il livello di inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea.

7.4 Rispetto alla formulazione del I PWACC, la formulazione proposta prevede l'eliminazione del livello minimo, pari a 0,5%, del tasso  $RF$  definito in termini reali, l'adozione di una logica *forward-looking* e un aggiustamento rispetto al riferimento utilizzato per l'individuazione del tasso *risk-free*, per rendere più coerente il livello del tasso *risk-free* utilizzato con gli assunti del CAPM.

7.5 L'adozione di una logica *forward-looking* si sostanzia nell'aggiustare il livello dei rendimenti nominali osservati retrospettivamente per tenere conto delle attese di evoluzione dei tassi desumibili dalla *yield curve*, ossia dalla curva che mette in relazione i tassi di remunerazione di mercato con il tempo mancante alla data di scadenza dei titoli. A questo scopo sono considerati due specifici addendi:

- a) *Forward premium*, pari alla differenza tra il tasso di rendimento nominale valutato retrospettivamente e il tasso di rendimento atteso negli anni di applicazione del II PWACC, 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; in particolare, la stima è effettuata assumendo un regime di capitalizzazione composta annuale; sotto questa ipotesi il tasso *forward* può essere calcolato secondo la seguente formula

$$\text{tasso forward} = \left[ \frac{(1 + i_a)^{t_a}}{(1 + i_b)^{t_b}} \right]^{\frac{1}{t_a - t_b}} - 1$$

dove:

- $i_a$  è il rendimento di un *bond* per il periodo  $t_a$ ;
- $i_b$  è il rendimento di un *bond* per il periodo  $t_b$ .

- b) *Uncertainty premium*, al fine di riflettere le incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse, che risultano particolarmente acute nell'attuale situazione, riflesse in variazioni giornaliere dei tassi *forward*, ossia il rischio che i tassi di interesse crescano più rapidamente di quanto rappresentato dai tassi *forward*, con conseguenti potenziali problemi di finanziabilità.

- 7.6 Il CAPM definisce il *risk-free rate* come il tasso di rendimento di un *asset* con beta pari a zero e assume che ci sia un unico tasso a cui gli investitori possano sottoscrivere prestiti o concedere prestiti *risk-free*. Questa assunzione potrebbe essere violata quando si considera una stima del tasso *risk-free* basata sui rendimenti *spot* di titoli governativi. Attualmente anche le più sicure obbligazioni societarie hanno rendimenti significativamente più alti dei titoli governativi. Questo fenomeno è descritto in letteratura come *Convenience premium*. Nella determinazione del tasso *risk-free* l’Autorità ritiene pertanto opportuno considerare un ulteriore addendo, il *Convenience premium*, al fine di riflettere la differenza nei rendimenti dei titoli di Stato rispetto a obbligazioni societarie a *rating* elevato a causa del minor rendimento che viene accettato per investire in titoli di Stato in ragione delle peculiari caratteristiche di liquidità e sicurezza di questi ultimi.
- 7.7 Quanto sopra in ragione del contesto macroeconomico dove, anche in virtù delle politiche monetarie della Banca Centrale Europea, i rendimenti reali di molti di questi titoli di Stato sono al di sotto dello zero. L’Autorità in questo contesto ha ritenuto opportuno definire il tasso *RF* sulla base di un approccio di tipo *forward-looking*, introducendo strumenti che consentano di gestire la presenza di tassi di interessi negativi in modo da meglio riflettere le evidenze, anche empiriche, che emergono dal comportamento dei mercati finanziari in questa fase di prolungata azione espansiva attuata dalle banche centrali.

#### Osservazioni ricevute

- 7.8 Nell’ambito della consultazione sono state formulate molteplici osservazioni in merito ai criteri per la determinazione del tasso *RF*.
- 7.9 Diversi soggetti hanno evidenziato la necessità di mantenere un *floor* al tasso *RF* espresso in termini reali. Ciò in quanto tale limite inferiore garantirebbe una maggiore prevedibilità e certezza dei ritorni attesi, sterilizzando gli effetti depressivi sui rendimenti dei titoli di Stato dati dalle straordinarie misure espansive adottate a livello centrale. Alcuni operatori suggeriscono che tale *floor* possa essere alternativo rispetto all’introduzione degli specifici premi (*FP*, *UP*, *CP*) proposti dall’Autorità nell’ambito dell’approccio *forward-looking*.
- 7.10 Molti soggetti chiedono inoltre di determinare il parametro *RF* sulla base di una media calcolata su periodi di osservazione più lunghi rispetto a 12 mesi, e in particolare di considerare periodi di osservazione tra 3 e 5 anni, con alcuni soggetti che propongono medie decennali. Ciò al fine di sterilizzare gli effetti di volatilità dei mercati anche legati alle politiche della Banca Centrale Europea introdotte per far fronte agli effetti della pandemia. Alcuni soggetti suggeriscono che tale ampliamento del periodo di osservazione possa essere alternativo rispetto al mantenimento di un *floor*.
- 7.11 Con riferimento al *Forward premium*:
- a) diversi soggetti chiedono che per la stima di tale parametro siano considerati non solo i rendimenti dei titoli governativi dell’Eurozona con *rating* AAA ma anche i rendimenti relativi a titoli con *rating* AA, coerentemente con la metodologia proposta per la determinazione del tasso *RF*;

- b) è stato segnalato che sarebbe preferibile stimare il *Forward premium* sulla base di dati storici, anziché dei tassi *spot*, in quanto consentirebbe di internalizzare la variabilità dei tassi di rendimento dei titoli governativi.
- 7.12 Con riferimento all'*Uncertainty premium*:
- diversi soggetti chiedono un maggior grado di dettaglio sui criteri di valorizzazione di tale parametro;
  - alcuni soggetti chiedono l'adozione del valore posto all'estremo superiore (0,5%) del *range* proposto, anche al fine di riflettere l'elevato grado di incertezza che caratterizza i mercati finanziari.
- 7.13 Con riferimento al *Convenience premium*, alcuni soggetti chiedono uniformità con gli altri parametri, in particolare il *Forward premium*, in relazione al *rating* dei Paesi di cui considerare i rendimenti dei titoli di Stato.
- 7.14 Sui parametri di inflazione da utilizzare ai fini della trasformazione in termini reali, diversi soggetti hanno espresso la preferenza per utilizzare un unico tasso di inflazione all'interno della formula, chiedendo in particolare di utilizzare il solo tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato (*isr*). Ciò in quanto tale parametro rifletterebbe meglio le attese del mercato, se paragonato al livello d'inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea.
- 7.15 È stato inoltre segnalato come possa non essere corretto depurare dall'effetto dell'inflazione i parametri *CP*, *FP* e *UP* dal momento che il valore di tali premi è determinato come differenza tra tassi e dunque non ha natura né reale, né nominale.

#### Orientamenti finali

- 7.16 Rispetto alle osservazioni ricevute, non si ritengono sufficientemente fondate le argomentazioni sul mantenimento del *floor*.
- 7.17 Rispetto all'ipotesi, emersa dalla consultazione, di estendere a ritroso il periodo di osservazione utilizzato per la fissazione del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio è opportuno osservare che, in termini generali, i due approcci (quello basato su medie storiche di lungo periodo e quello *forward-looking* proposto dall'Autorità) sono alternativi tra loro: da un lato infatti si ipotizza che i valori di un determinato parametro osservati in un periodo di tempo passato sufficientemente ampio siano rappresentativi dei valori futuri, e che nel lungo periodo - anche considerando i meccanismi di aggiornamento - i parametri riconosciuti siano comunque allineati a quelli effettivi; dall'altro, si effettua la migliore stima possibile del valore futuro di un determinato parametro, mediante opportuni aggiustamenti dei valori osservati nelle serie storiche.
- 7.18 Se da un lato l'approccio basato su medie di lungo periodo garantisce una maggiore stabilità e certezza sul valore assunto dai parametri, risulta tuttavia meno in grado di intercettare le condizioni di mercato più contingenti e non è necessariamente rappresentativo delle condizioni che si realizzeranno negli anni futuri per cui è stabilito il WACC. Per tali ragioni, l'Autorità ritiene opportuno

confermare l'approccio di tipo *forward-looking* già prospettato in consultazione, che si ritiene robusto sul piano teorico.

7.19 Con riferimento alle modalità di calcolo del parametro *RF*:

- a) l'approccio *forward-looking* presuppone che si considerino valori registrati in un periodo di osservazione prossimo a quello per cui è applicato il parametro; al fine di sterilizzare gli effetti di potenziali condizioni contingenti, l'Autorità ritiene comunque opportuno che il valore del tasso *RF* non sia basato esclusivamente sul valore *spot* registrato in un dato giorno, ma sia determinato come media dei tassi di rendimento registrati in un periodo retrospettivo di durata annuale;
- b) in coerenza con quanto effettuato nel I PWACC, si ritiene che il periodo di osservazione debba essere inteso come il periodo intercorrente tra ottobre 2020 e settembre 2021. Tale finestra temporale, nella valutazione dell'Autorità, consente di procedere all'aggiornamento dei parametri con un sufficiente anticipo rispetto al momento di entrata in vigore. Purtroppo, in considerazione delle tempistiche previste per l'approvazione del TIWACC per il II PWACC, l'Autorità intende valutare l'ipotesi di estendere il periodo di osservazione al termine del mese di ottobre 2021 (periodo novembre 2020 – ottobre 2021). In tale ipotesi anche gli aggiornamenti per gli anni futuri nell'ambito del II PWACC si riferirebbero ai periodi novembre  $t-2$ -ottobre  $t-1$ , essendo  $t$  l'anno di applicazione.

7.20 Con riferimento al *Forward premium*:

- a) l'inclusione di titoli governativi con *rating* AA si ritiene difficilmente percorribile in ragione della limitata casistica di riferimento; si segnala in ogni caso che l'inclusione di tali titoli non comporta una significativa variazione del parametro *FP*;
- b) l'Autorità ritiene che il parametro *FP* debba consentire di fornire, su un orizzonte triennale, valori dei tassi di rendimento privi di rischio coerenti con le aspettative presenti al momento della formazione del provvedimento; a questo scopo, tenuto conto della necessità di bilanciare in modo opportuno la precisione nella stima con la semplicità amministrativa, l'Autorità ritiene che si possa calcolare il parametro *FP* facendo riferimento a un punto intermedio del periodo triennale di applicazione (2022-2024) tenuto conto delle dinamiche di aggiornamento dei parametri, dunque con riferimento al mese di settembre 2023; se si assume l'orizzonte di valutazione al settembre 2021 e la media dei tassi *spot* del mese di settembre 2021 il parametro *FP* può essere stimato pari a circa 25 bps. Peraltro, l'Autorità intende valutare l'opportunità, al fine di rendere più coerente la stima del parametro *FP* con l'orizzonte di riferimento utilizzato per il calcolo del *RF*, di calcolare lo stesso parametro *FP*, per ragioni di semplicità di applicazione, sulla base delle medie mensili dei tassi *spot* calcolati per tre-quattro punti dell'intervallo considerato con riferimento all'orizzonte di settembre 2023;
- c) qualora si dovesse procedere all'aggiornamento del parametro *FP* in occasione degli aggiornamenti annuali, si farà riferimento a periodi intermedi rispetto ai periodi di applicazione (cfr. paragrafo 5.14).

- 7.21 Con riferimento all'*Uncertainty premium*, si ritiene che il valore di tale parametro, valutato anche sulla base di precedenti regolatori in altri Paesi, possa essere fissato in un *range* compreso tra 25 e 50 bps.
- 7.22 In merito al *Convenience premium*, la cui stima è effettuata sulla base della differenza nei rendimenti dei titoli di Stato rispetto a obbligazioni societarie a *rating* elevato, si precisa che tale valore risulterebbe compreso tra 50 e 100 bps.
- 7.23 L'Autorità ritiene condivisibili le osservazioni in merito all'adozione di un unico parametro di inflazione per deflazionare i rendimenti nominali. Rispetto alla proposta di cui al DCO 308/2021/R/COM si ritiene dunque opportuno utilizzare il solo tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato (parametro *isr*).
- 7.24 Rispetto alle modalità di calcolo del parametro *isr*, questo sarebbe calcolato sulla base degli *inflation-linked swap* a 10 anni, osservati in un periodo coerente con quello utilizzato per il calcolo del *RF*.
- 7.25 Inoltre, con riferimento al criterio di trasformazione dei parametri in termini reali, si ritiene opportuno confermare la scelta di deflazionare anche i parametri *CP* e *FP* in quanto si tratta di differenze tra tassi nominali, dunque da convertire in termini reali.
- 7.26 Pertanto, sulla base delle considerazioni di cui ai precedenti paragrafi, si ritiene opportuno adottare la seguente formula per la determinazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio:

$$RF = \frac{RF^{nominal} + CP + FP + UP - isr}{1 + isr}$$

dove:

- $RF^{nominal}$  è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio, espresso in termini nominali, calcolato come media dei tassi di rendimento di titoli di stato decennali di Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania nel periodo di riferimento;
- *isr* è il tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato, calcolato sulla base degli *inflation-linked swap* a 10 anni osservati in un periodo coerente con quello per la determinazione del *RF*;
- *CP* è il *Convenience premium*;
- *FP* è il *Forward premium*;
- *UP* è l'*Uncertainty premium*.

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*.

### Premio per il rischio di mercato

#### Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM

- 7.27 L'Autorità ha proposto di confermare l'approccio adottato nel I PWACC di stima del premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium, ERP*) come differenza tra il *Total Market Return (TMR)* reale, definito sulla base di evidenze storiche di lungo periodo, e il tasso *RF* reale assunto ai fini regolatori, in modo tale da mantenere stabile il tasso di rendimento reale totale di mercato all'interno del periodo regolatori.
- 7.28 Il *TMR* reale sarebbe calcolato sulla base di una ponderazione della media geometrica e della media aritmetica dei tassi di rendimento nei Paesi con *rating* elevato, nel periodo 1900-2014, con peso della media aritmetica non inferiore all'80%.

#### Osservazioni ricevute

- 7.29 Nell'ambito della consultazione diversi soggetti hanno manifestato una preferenza per l'adozione di una media aritmetica per la determinazione del *TMR* reale. Ciò anche tenuto conto della durata del periodo regolatorio del WACC in fase di definizione (pari a 6 anni) rispetto all'orizzonte temporale della serie storica dei rendimenti azionari utilizzata per il calcolo del *TMR*, pari a 120 anni, che farebbe propendere per un peso della media geometrica pari al 5%.

#### Orientamenti finali

- 7.30 L'Autorità non ritiene condivisibile la proposta di determinare il *TMR* sulla base della sola media aritmetica. Ciò in quanto:
- a) sebbene vi siano studi che suggeriscono l'adozione della media aritmetica, la posizione del mondo accademico non sembra essere univoca<sup>2</sup>; in particolare, la stima di rendimenti futuri sulla base della media aritmetica di dati storici risulta appropriata solo nel caso di valutazioni che si estendano su orizzonti annuali, mentre nei casi in cui la durata del periodo a cui si riferiscono i dati storici sia diversa dall'orizzonte temporale annuale risulta preferibile l'utilizzo di una ponderazione della media geometrica e della media aritmetica, con pesi che variano al variare delle durate di tali periodi;
  - b) l'adozione di una media esclusivamente aritmetica presuppone una prospettiva di breve periodo da parte degli investitori, che non si ritiene compatibile con quella tipicamente associata al settore delle *utilities* dove vi è anche una larga maggioranza di investitori istituzionali che hanno prospettive di medio-lungo periodo;
  - c) la scelta di mantenere un peso attribuito alla media geometrica è coerente con quella effettuata da altri regolatori europei (si vedano sul punto, ad esempio, le recenti decisioni del regolatore tedesco<sup>3</sup>).

<sup>2</sup> Si veda a questo proposito E. Jacquier, A. Kane e A.J. Marcus, "Optimal estimation of the risk premium for the long run and asset allocation: a case of compounded estimation risk – 2004".

<sup>3</sup>V. decisioni BNetzA BK4-21-055

([https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1\\_GZ/BK4-GZ/2021/BK4-21-0055/BK4-21-](https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1_GZ/BK4-GZ/2021/BK4-21-0055/BK4-21-)

- 7.31 Su queste basi appare preferibile mantenere l'approccio adottato nel I PWACC, e si propone pertanto di mantenere il calcolo del *TMR* sulla base di una ponderazione tra la media aritmetica e quella geometrica con peso della media aritmetica, comunque, non inferiore a 80%.

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

**Country risk premium**

Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM

- 7.32 L'Autorità ha confermato la volontà di applicare, ai fini del calcolo del costo del capitale proprio, un addendo che rifletta il premio che gli investitori richiedono per gli investimenti in Paesi con *rating* medio-basso, identificabile come premio per il rischio Paese (*Country risk premium, CRP*).
- 7.33 Rispetto al I PWACC, l'Autorità ha proposto di modificare la metodologia per la stima del *CRP*, prevedendo in particolare che questo sia calcolato come differenza tra il rendimento richiesto per i titoli di Stato decennali italiani, e quello richiesto per i titoli di Stato di Paesi a *rating* elevato (attualmente Belgio, Francia, Germania, Paesi Bassi), valutato su un orizzonte coerente a quello utilizzato per la stima del tasso *RF*.

Osservazioni ricevute

- 7.34 Diversi soggetti hanno richiesto di utilizzare un periodo di osservazione per il calcolo del *CRP* più ampio, in analogia a quanto proposto per il tasso *RF*. In alternativa, è stato chiesto di applicare al *CRP* un opportuno fattore correttivo degli effetti distorsivi causati dai programmi di acquisto titoli della Banca Centrale Europea e stimati da alcune primarie istituzioni bancarie internazionali pari ad almeno 0,5% per l'Italia.
- 7.35 Diversi soggetti chiedono inoltre che anche per il parametro *CRP* si adotti un approccio di tipo *forward-looking*, prevedendo dunque l'applicazione dei parametri *FP* e *UP*. Anche per il *CRP*, infatti, il parametro *FP* sarebbe funzionale a rifletterne il livello futuro rispetto ai tassi *spot*, e il parametro *UP* consentirebbe di tenere in considerazione il rischio che il *FP* sottostimi l'aumento dei tassi *spot*.
- 7.36 Da ultimo, è stato osservato come andrebbero considerati anche i differenziali di inflazione implicita, per tradurre gli *spread* calcolati sulla base dei rendimenti nominali in *spread* espressi in termini reali. Sarebbe dunque necessario tenere in considerazione l'effetto di aspettative di inflazione che possono essere differenziate nei paesi considerati (Italia a confronto con i Paesi a *rating* elevato considerati ai fini del calcolo).

### Orientamenti finali

- 7.37 In relazione alla richiesta di calcolare il *CRP* sulla base di medie di lungo periodo, si rimanda a quanto esposto in relazione ai criteri di determinazione del tasso *RF* (cfr. paragrafi da 7.16 a 7.26). In un'ottica di coerenza tra gli approcci adottati per la stima dei diversi parametri, si ritiene dunque opportuno confermare la proposta di calcolare tale parametro come differenza (*spread*) 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* almeno AA secondo la classificazione S&P, valutata su un orizzonte temporale coerente con quello adottato per il parametro *RF*.
- 7.38 Per le medesime ragioni di coerenza nei criteri di determinazione dei parametri, si ritiene condivisibile la proposta di tener conto, nel calcolo del *CRP*, anche dello *spread* prospettico tra titoli italiani e i titoli dei Paesi dell'Eurozona a *rating* elevato. Si ritiene dunque opportuno introdurre un elemento aggiuntivo analogo al *Forward premium* utilizzato per il calcolo del *RF* ma determinato come differenza tra il *Forward premium* stimato con riferimento ai titoli di Stato italiani e il parametro *FP* di cui al punto 7.20 (parametro  $FP^{CRP}$ ).
- 7.39 Da ultimo, con riferimento al trattamento dell'inflazione:
- a) si ritiene condivisibile la proposta di stimare il *CRP* in termini reali;
  - b) per contro, non si ritiene condivisibile l'introduzione di ulteriori componenti a copertura dei rischi connessi alle diverse aspettative di inflazione nei paesi considerati; ciò in quanto si ritiene che, nella prospettiva di un investitore europeo, l'inflazione rilevante sia quella dell'Eurozona.
- 7.40 Pertanto, si ritiene che il parametro *CRP* debba essere determinato secondo la seguente formulazione:

$$CRP = SPREAD + FP^{CRP}$$

dove:

- *SPREAD* è 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* almeno AA secondo la classificazione S&P, valutata su un orizzonte temporale coerente con quello adottato per il parametro *RF*, espressa in termini reali;
- $FP^{CRP}$  è lo *spread* prospettico tra titoli di Stato italiani e i titoli dei Paesi dell'Eurozona a *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P, espresso in termini reali.

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

### Coefficiente beta

#### Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM

- 7.41 Nel DCO 308/2021/R/COM l'Autorità ha confermato l'intenzione di utilizzare, ai fini del calcolo del tasso di remunerazione del capitale investito, i livelli del coefficiente previsti dalla regolazione tariffaria relativa ai diversi servizi

infrastrutturali dei settori elettrico e gas. La stima del coefficiente sarebbe effettuata in occasione della revisione della regolazione tariffaria relativa ai singoli servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas sulla base di analisi dei dati relativi a imprese dell'Eurozona operanti in Paesi con *rating* elevato, eventualmente considerando, al fine di disporre di un numero di osservazioni statisticamente significativo, anche imprese che non svolgano in modo esclusivo le attività regolate oggetto di analisi, su un periodo di riferimento almeno biennale.

- 7.42 L'Autorità ha inoltre proposto alcuni affinamenti metodologici per migliorare il modello di determinazione del coefficiente *beta*, in relazione in particolare al campione di imprese comparabili, alla frequenza dei dati, ai periodi di osservazione, e alla selezione indice di mercato.

#### Osservazioni ricevute

- 7.43 Nell'ambito della consultazione sono emersi tre principali orientamenti.
- 7.44 Alcuni soggetti hanno segnalato come, a seguito della pandemia Covid-19, i mercati abbiano registrato incrementi nel livello del coefficiente *beta* con riferimento alle *utilities* europee, e in ragione di tale evidenza hanno richiesto una revisione, al rialzo, in via straordinaria. Alcuni soggetti hanno proposto di dare sostanza a tale richiesta mediante un incremento (*uplift*) generalizzato per tutti i settori, rimandando alle specifiche revisioni dei periodi regolatori eventuali ulteriori valutazioni e affinamenti.
- 7.45 Alcuni operatori del settore del gas naturale hanno sottolineato come, in una prospettiva di transizione energetica e in considerazione del diverso ruolo del gas previsto nel medio-lungo termine, il settore gas sarebbe esposto a un rischio sistematico più elevato rispetto al settore elettrico, e dunque dovrebbe avere associato un coefficiente *beta* mediamente più elevato.
- 7.46 Per contro, alcuni operatori hanno evidenziato criticità in merito all'attuale differenziazione dei coefficienti *beta* tra il settore elettrico e il settore del gas naturale, evidenziando come tale distinzione possa dare segnali non corretti nelle scelte di investimento nella prospettiva della decarbonizzazione.

#### Orientamenti finali

- 7.47 L'Autorità ritiene opportuno ribadire che, in linea di principio, l'aggiornamento del coefficiente *beta* avviene in occasione delle revisioni della regolazione dei singoli servizi, anche al fine di garantire una complessiva coerenza tra le misure regolatorie adottate e il livello di rischio associato a ciascuna attività.
- 7.48 Come richiamato, nel DCO 308/2021/R/COM l'Autorità aveva ritenuto opportuno esclusivamente introdurre alcuni affinamenti metodologici in relazione ad alcuni specifici aspetti per la determinazione del parametro.
- 7.49 In ogni caso, rispetto alle osservazioni pervenute, anche in ragione della fase di eccezionalità che sta caratterizzando il contesto attuale, si ritiene necessario approfondire le valutazioni sul tema, a partire dalle seguenti ulteriori considerazioni.

- 7.50 Rispetto all’impatto della pandemia Covid-19 sul livello dei coefficienti *beta*, l’Autorità condivide le analisi secondo cui si è registrato, nel corso dell’anno 2020, un periodo di elevata volatilità dei mercati che ha interessato anche il settore delle *utility*. A tal proposito, tuttavia, si rileva come ad oggi tale effetto sembra essersi sostanzialmente riassorbito, con valori del coefficiente *beta* stimato su orizzonte di due anni – che include quindi il periodo di alta volatilità - ritornati in linea con medie storiche.
- 7.51 In relazione al valore del coefficiente *beta* si osserva come il livello del parametro  $\beta^{asset}$  adottato dai regolatori di diversi Paesi dell’Eurozona (tra i quali Belgio, Germania e Paesi Bassi) tenda a collocarsi su valori prossimi a 0,4, in particolare per i servizi infrastrutturali di rete del settore energetico.
- 7.52 In relazione alla differenziazione tra il settore gas e il settore elettrico si osserva che in alcune giurisdizioni, tra cui la Germania in una recente decisione, è stato adottato un coefficiente *beta* unico per tutti i servizi infrastrutturali di rete regolati relativi a trasporto/trasmissione e distribuzione di gas ed energia elettrica, mentre in Francia il regolatore in recenti decisioni ha aumentato il divario tra gli stessi settori.
- 7.53 Confermando che l’applicazione integrale dei richiamati affinamenti metodologici sarebbe in ogni caso rimandata alla regolazione specifica di ciascun servizio, l’Autorità, anche alla luce delle esperienze internazionali e delle ulteriori evidenze emerse in fase istruttoria, intende comunque valutare se ricorrano le condizioni per un intervento che potrebbe sostanziarsi in una revisione straordinaria del livello del coefficiente *beta*, con efficacia dall’anno 2022.
- 7.54 A questo proposito l’Autorità intende in particolare valutare, acquisendo anche ulteriori elementi istruttori, l’opportunità di attuare una prima revisione limitata ai servizi che ad oggi presentino un valore di  $\beta^{asset}$  inferiore a 0,4, alla luce dei valori osservati nell’Eurozona, come sopra richiamati.
- 7.55 L’Autorità ritiene che per i servizi regolati differenze nella rischiosità sistematica dei settori elettrico e gas, anche nella prospettiva della transizione ecologica, dipendano anche da differenze relative al *framework* normativo e regolatorio. Tali valutazioni saranno svolte in occasione delle revisioni settoriali quando sarà ridefinito il quadro specifico di regolazione.

*S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta*

## 8. Costo del debito

### Formulazione proposta nel DCO 308/2021/R/COM

- 8.1 Per la determinazione del costo del debito, l’Autorità ha proposto un’evoluzione dell’approccio adottato nel I PWACC che consenta un miglior adattamento dei costi riconosciuti alle mutevoli condizioni di mercato, anche seguendo logiche di gradualità nello sviluppo del nuovo approccio nell’ottica di sostenere la

prevedibilità e coerenza nel tempo del quadro regolatorio. L'approccio proposto prevede:

- a) la determinazione del costo del debito come media tra costo del debito esistente e costo del nuovo debito, ponderata per i pesi attribuibili al debito esistente e al nuovo debito;
  - b) la determinazione del costo del debito esistente come media, relativa agli ultimi 10 anni, dei rendimenti desunti dagli indici iBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie A e BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni, indicatori che sembrano fornire una *proxy* coerente con i costi effettivi riscontrati tra le imprese italiane;
  - c) la determinazione del costo del nuovo debito come somma di:
    - i. media dei rendimenti *spot* degli indici iBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie A e BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni;
    - ii. *Forward premium*;
    - iii. *Uncertainty premium*;
  - d) l'applicazione di un'ulteriore componente a copertura dei costi di transazione (*ADD*);
  - e) la trasformazione in termini reali utilizzando il livello di inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea (*ia*).
- 8.2 Il peso da assegnare a debito esistente e a nuovo debito dipende dalle assunzioni relative alle dinamiche di estinzione dei debiti esistenti e di attivazione di nuovi debiti e dalle frequenze di aggiornamento previste. Il *Forward premium* e l'*Uncertainty premium* sarebbero determinati in analogia a quanto indicato ai fini del calcolo del tasso di rendimento delle attività prive di rischio. La componente addizionale (*ADD*) copre i costi di transazione addizionali associati all'emissione di nuovo debito (con valori stimati nell'intorno di 0,15%-0,20%).
- 8.3 Nella determinazione del costo del debito, è stata manifestata dall'Autorità l'intenzione di seguire logiche di gradualità nello sviluppo del nuovo approccio, anche nell'ottica di sostenere la prevedibilità e coerenza nel tempo del quadro regolatorio.

### Osservazioni ricevute

- 8.4 Sul costo del debito, diversi soggetti evidenziano la necessità che il nuovo approccio proposto sia applicato con logiche di gradualità. Alcuni soggetti propongono di adottare il nuovo approccio solo per il nuovo debito, e di mantenere la formula attuale per il vecchio debito.
- 8.5 Diversi soggetti evidenziano come gli indici iBoxx considerati dovrebbero essere relativi esclusivamente ad obbligazioni non finanziarie di emittenti "BBB" in quanto maggiormente rappresentativi del settore delle *utilities* italiane. Inoltre, coerentemente con tale approccio, il *Forward premium* inserito nella formula di determinazione del costo del debito dovrebbe essere stimato in maniera differente

- da quello applicato al parametro *RF*, ossia tenendo conto dei titoli di Stato aventi un *rating* in linea con quello italiano (BBB).
- 8.6 È stato osservato che è opportuno basare la stima del costo del debito futuro su una media degli ultimi dodici mesi disponibili, in luogo di un valore *spot*, in coerenza con l'orizzonte temporale utilizzato ai fini del calcolo del parametro *RF*.
- 8.7 Alcuni soggetti ritengono che la formula di calcolo del costo del debito dovrebbe prevedere l'applicazione del *Country risk premium* per riflettere i maggiori costi delle emissioni di debito in Italia rispetto al paniere considerato nell'indice iBoxx.
- 8.8 Per quanto riguarda il valore della componente *ADD* a copertura dei costi di transazione, diversi soggetti ritengono che tale parametro dovrebbe essere almeno pari a 0,3%-0,5%, anche considerando che la componente proposta dall'Autorità non sembra considerare la totalità dei costi sostenuti dalle imprese.
- 8.9 In relazione al tasso di inflazione, per coerenza metodologica con quanto proposto per la determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio, alcuni soggetti ritengono opportuno che anche nel costo del debito sia utilizzato il tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato.
- 8.10 Un soggetto ritiene necessaria l'attivazione di uno *Small company premium* che riconosca un premio specifico a copertura dei maggiori oneri finanziari sostenuti dalle imprese di dimensioni minori.

### **Orientamenti finali**

- 8.11 In relazione al costo del debito, l'Autorità intende confermare l'impostazione metodologica proposta nel DCO 308/2021/R/COM, ossia di calcolo come media ponderata tra il costo per il debito esistente (*embedded*) e il costo per l'emissione di nuovo debito, tenuto conto di una componente addizionale a copertura dei costi di transazione per l'emissione di debito.
- 8.12 Relativamente all'indice iBoxx, rispetto a quanto ipotizzato nel primo documento per la consultazione, l'Autorità è orientata ad utilizzare i rendimenti delle sole obbligazioni non finanziarie con *rating* BBB, al fine di meglio riflettere il *rating* delle *utilities* italiane. L'Autorità intende invece confermare l'utilizzo di una media di tali rendimenti con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni.
- 8.13 Per quanto riguarda il periodo di osservazione ai fini del calcolo del costo del nuovo debito l'Autorità intende valutare l'opportunità di fare riferimento, in coerenza con quanto previsto per la fissazione del *risk-free rate*, ad un valore pari alla media dei tassi delle serie iBoxx registrata in un periodo di osservazione coerente con quello utilizzato per la determinazione del parametro *RF*.
- 8.14 Per quanto riguarda i pesi attribuibili al nuovo debito e al debito esistente, l'Autorità ritiene opportuno che si faccia riferimento a una logica nozionale che tenga conto della durata media dei debiti delle imprese regolate (10 anni). In questo senso si può assumere che ogni anno venga rinnovato un valore dei debiti pari a un decimo del valore complessivo del debito, e dunque che il peso su base annua del nuovo debito sia pari al 10%. Nell'ipotesi di aggiornamento triennale

con meccanismo di *trigger*, il livello medio del nuovo debito riferito a tale periodo sarebbe pari al 15%.

- 8.15 Rispetto al tasso di inflazione, l’Autorità ritiene opportuno confermare l’applicazione del tasso di inflazione attesa ( $ia$ ). La prospettiva di determinazione del costo del debito appare infatti diversa da quella della determinazione del costo del capitale proprio in quanto, nel caso del costo del debito, è rilevante la prospettiva della copertura del costo anziché quella dell’investitore. Il costo del debito che le imprese sostengono nel periodo regolatorio riflette il costo del debito del proprio portafoglio di debiti e comporta esborsi che dipendono dai rispettivi livelli dei tassi nominali. Tali costi, in termini di oneri finanziari, sono sostenuti nel periodo di regolazione ed è quindi corretto che siano valutati in termini reali utilizzando il tasso di inflazione attesa in quanto consente la miglior stima del costo effettivo da sostenere nel corso del periodo di regolazione.
- 8.16 Con riferimento all’ipotesi di introdurre uno *Small company premium*, l’Autorità intende confermare quanto già argomentato nel primo documento per la consultazione e non prevedere alcun addendo specifico per la determinazione del costo del debito per le imprese di minori dimensioni, non essendo emersa dall’analisi dei dati raccolti alcuna correlazione statisticamente significativa tra il costo del debito e la dimensione dell’impresa.
- 8.17 In termini formali, il costo del debito sarebbe determinato sulla base della seguente formula:

$$Kd_p^{real} = \frac{((iBoxx_p^{spot} + FP + UP) \cdot \varphi_{new} + iBoxx_p^{10y} \cdot \varphi_{old} + ADD) - ia}{1 + ia}$$

dove

- $iBoxx_p^{spot}$  è la media dei rendimenti *spot* degli indici iBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni;
- $iBoxx_p^{10y}$  è la media dei rendimenti desunti dagli indici iBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni, calcolata su un orizzonte temporale relativo agli ultimi 10 anni;
- $\varphi_{new}$  è il peso del nuovo debito sul debito complessivo, assunto pari al 15%;
- $\varphi_{old}$  è il peso del debito esistente sul debito complessivo, assunto pari al 85%;
- $ia$  è il livello di inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea;
- $FP$  e  $UP$  sono rispettivamente il *Forward premium* e l’*Uncertainty premium* rilevanti ai fini del calcolo del parametro  $RF$ ;
- $ADD$  è la componente addizionale a copertura dei costi di transazione per l’emissione di debito.

- 8.18 Come richiamato, nel DCO 308/2021/R/COM l'Autorità ha prospettato l'applicazione di un meccanismo di gradualità in relazione al costo del debito, anche nell'ottica di sostenere la prevedibilità e coerenza nel tempo del quadro regolatorio.
- 8.19 Laddove, infatti, i meccanismi regolatori generino significative discontinuità rispetto al passato, l'Autorità ha in più occasioni ritenuto opportuno mitigare gli impatti di tali repentini cambiamenti introducendo periodi transitori anche al fine di non esporre gli operatori ad un improprio rischio regolatorio.
- 8.20 A questo proposito, l'Autorità ritiene che tale meccanismo possa sostanziarsi nella determinazione del costo del debito come media ponderata tra il costo del debito calcolato con l'approccio delineato nel presente documento per la consultazione e il costo del debito riconosciuto nel precedente periodo regolatorio (pari al 2,4% in termini reali). L'Autorità ritiene in ogni caso opportuno che gli effetti del meccanismo di gradualità si esauriscano all'interno del II PWACC.
- 8.21 Nello specifico l'Autorità ritiene che possa esser adottato un percorso di gradualità che preveda:
- a) nel primo triennio, la determinazione del costo del debito come media ponderata tra il valore di 2,4% e il valore risultante dalla nuova metodologia proposta, con pesi attribuiti pari a 50% - 50%;
  - b) nel secondo triennio, la determinazione del costo del debito come media ponderata tra il valore di 2,4% e il valore risultante dalla nuova metodologia proposta, con pesi attribuiti pari rispettivamente a 25% - 75%.

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

## 9. Parametri fiscali

- 9.1 Ai fini della determinazione dei parametri fiscali, nel DCO 308/2021/R/COM l'Autorità ha proposto di:
- a) confermare l'attuale valore del parametro  $tc_p$  pari al 24%, corrispondente all'aliquota IRES;
  - b) definire il parametro  $T_p$  in base ad un'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2019-2020, tenendo conto dell'evoluzione della disciplina fiscale.
- 9.2 Nell'ambito delle risposte alla consultazione si è registrata una generale condivisione delle proposte dell'Autorità. Si propone dunque di confermare l'approccio consultato nel DCO 308/2021/R/COM adottando, con riferimento al parametro  $T_p$ , un valore 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.

- 9.3 Ulteriori valutazioni in merito al valore da adottare potranno essere effettuate in esito all'approvazione della Legge di bilancio, qualora effettuata in tempo utile ai fini del presente provvedimento.

*S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.*

## 10. Peso del capitale proprio e del capitale di debito (*gearing*)

- 10.1 Nel DCO 308/2021/R/COM l'Autorità ha proposto di confermare il *gearing* quale parametro specifico di settore, effettuando l'aggiornamento, ove opportuno, in occasione delle revisioni tariffarie specifiche di ogni singolo servizio regolato. I valori attualmente approvati sono pari a 44,4% per i servizi di distribuzione e misura del gas naturale, e 50% per gli altri servizi.
- 10.2 Nell'ambito delle risposte alla consultazione si è registrata una generale condivisione delle proposte dell'Autorità. L'Autorità è dunque orientata a confermare l'approccio consultato nel DCO 308/2021/R/COM.

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

## 11. Fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali

- 11.1 Nel DCO 308/2021/R/COM l'Autorità ha proposto di confermare l'applicazione di un fattore correttivo che cattura gli effetti della tassazione sui profitti nominali, determinato sulla base della seguente formula:

$$F_{p,s} = \frac{ia}{1 + ia} \cdot \left( \frac{T_p - tc_p \cdot g_{p,s}}{1 - T_p} \right)$$

dove *ia* è il livello di inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea.

- 11.2 Nell'ambito delle risposte alla consultazione si è registrata una generale condivisione delle proposte dell'Autorità. L'Autorità è dunque orientata a confermare l'approccio consultato nel DCO 308/2021/R/COM.

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