

## Determinazione della remunerazione del capitale investito nel caso dei grandi progetti

Ai fini della determinazione della remunerazione del capitale investito nel caso dei grandi progetti, si utilizza un tasso di attualizzazione pari al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) che tiene conto dell'incidenza della tassazione sulla valutazione dei rendimenti degli investimenti (in particolare la formula generale del WACC nominale pre-tasse):

$$WACC_{pre\_tax} = K_D \cdot \frac{1-t_c}{1-T} \cdot \frac{D/E}{D/E+1} + K_E \cdot \frac{1}{1-T} \cdot \frac{1}{D/E+1}$$

dove:

- $E$  è l'apporto medio di capitale di rischio;
- $D$  è l'apporto medio di capitale di debito;
- $K_E$  è il tasso di rendimento del capitale di rischio (costo dell'equity);
- $K_D$  è il tasso di rendimento sull'indebitamento (costo degli interessi);
- $t_c$  è l'aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari;
- $T$  è la quota annuale di imposte sul reddito mediamente versata dalle società.

I valori numerici dei vari termini riportati sono posti pari alla media aritmetica tra il dato utilizzato ai fini della remunerazione dell'attività di distribuzione dell'energia elettrica e del gas naturale e vigenti alla data dell'attivazione della procedura di valutazione<sup>1</sup>.

Per quanto riguarda la stima del costo del capitale di rischio (equity) si utilizza il metodo del Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la formula:

$$K_E = R_f + \beta \cdot ERP$$

dove:

- $R_f$  è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio. Ai fini della sua quantificazione si utilizza la media dei rendimenti lordi del *BTP* decennale *benchmark* rilevato dalla Banca d'Italia valutata sui 12 mesi che precedono il mese in cui viene richiesta l'attivazione della procedura di valutazione;
- $\beta$  è un indicatore del rischio sistematico dell'impresa o dell'attività finanziata. In sostanza indica la misura in cui, in media, i rendimenti di un titolo azionario variano al variare dei rendimenti di mercato, cioè rappresenta il coefficiente di correlazione tra il rendimento atteso del capitale di rischio dell'impresa ed il rendimento atteso del mercato azionario. Il valore indicato

---

<sup>1</sup> Per gli anni 2014 e 2015:

- i valori di  $t_c$  e  $T$  in relazione all'attività di distribuzione dell'energia elettrica e del gas naturale sono rispettivamente pari a 27,5% e 35,7%;
- il valore di  $K_D$  in relazione all'attività di distribuzione dell'energia elettrica e del gas naturale è pari a 4,86%;
- il rapporto  $D/E$  in relazione all'attività di distribuzione dell'energia elettrica è pari a 0,6 mentre in relazione all'attività di distribuzione del gas naturale è pari a 0,8.

- per il parametro  $\beta$  è quindi correlato alla ripartizione percentuale tra capitale di debito e capitale di rischio, avendo assunto il medesimo riferimento;
- *ERP* rappresenta il premio mediamente richiesto dagli investitori per la diversificazione del portafoglio, cioè il premio di rischio per aver scelto il mercato rispetto ad attività sicure. Pertanto *ERP* rappresenta lo scarto tra il rendimento atteso sul mercato azionario e il rendimento di attività prive di rischio. Il premio per il rischio di mercato è, in altre parole, il sovra-rendimento atteso richiesto da un investitore razionale per accettare di investire in un'attività rischiosa in equilibrio di mercato.

Anche in questo caso, i valori numerici dei vari termini riportati sono posti pari alla media aritmetica tra il dato utilizzato ai fini della remunerazione dell'attività di distribuzione dell'energia elettrica e del gas naturale e vigenti alla data dell'attivazione della procedura di valutazione<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Per gli anni 2014 e 2015:

- il valore di ERP in relazione all'attività di distribuzione dell'energia elettrica e del gas naturale è pari a 4%;
- il valore di  $\beta$  in relazione all'attività di distribuzione dell'energia elettrica è pari a 0,61 mentre in relazione all'attività di distribuzione del gas naturale è pari a 0,63.