

**DELIBERAZIONE 2 DICEMBRE 2015**  
**583/2015/R/COM**

**TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO PER I SERVIZI**  
**INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI ELETTRICO E GAS: CRITERI PER LA**  
**DETERMINAZIONE E L'AGGIORNAMENTO**

**L'AUTORITÀ PER L'ENERGIA ELETTRICA IL GAS**  
**E IL SISTEMA IDRICO**

Nella riunione del 2 dicembre 2015

**VISTI:**

- la direttiva 2009/72/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia;
- la direttiva 2009/73/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale;
- il regolamento (UE) n. 347/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013;
- la legge 14 novembre 1995, n. 481 e sue modifiche e integrazioni (di seguito: legge 481/95);
- il decreto legislativo 16 marzo 1999, n. 79;
- il decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164;
- la legge 23 agosto 2004, n. 239;
- la legge 3 agosto 2007, n. 125, di conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 18 giugno 2007, n. 73;
- la legge 23 luglio 2009, n. 99;
- il decreto legislativo 1 giugno 2011, n. 93;
- la deliberazione dell'Autorità per l'energia elettrica il gas e il sistema idrico (di seguito: Autorità) 29 dicembre 2011 ARG/elt 199/11 (di seguito: deliberazione ARG/elt 199/11) e i relativi allegati A, recante "Testo integrato delle disposizioni dell'Autorità per l'erogazione dei servizi di trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica - Periodo di regolazione 2012-2015" e C, recante "Testo integrato delle condizioni economiche per l'erogazione del servizio di connessione – Periodo di regolazione 2012-2015", come successivamente modificati e integrati;
- la deliberazione dell'Autorità 8 ottobre 2013, 438/2013/R/GAS e il relativo Allegato A, recante "Regolazione delle tariffe per il servizio di rigassificazione di gas naturale liquefatto per il periodo di regolazione 2014-2017", come successivamente modificato e integrato (di seguito: RTRG);

- la deliberazione dell’Autorità 14 novembre 2013, 514/2013/R/GAS e il relativo Allegato A, recante “Regolazione delle tariffe per il servizio di trasporto e dispacciamento del gas naturale per il periodo di regolazione 2014-2017”, come successivamente modificato e integrato (di seguito: RTTG);
- la deliberazione dell’Autorità 24 luglio 2014, 367/2014/R/GAS e il relativo Allegato A, recante “Regolazione delle tariffe dei servizi di distribuzione e misura del gas per il periodo di regolazione 2014-2019, come successivamente modificato e integrato (di seguito: RTDG);
- la deliberazione dell’Autorità 18 settembre 2014, 446/2014/R/COM;
- la deliberazione dell’Autorità 9 ottobre 2014, 483/2014/R/EEL (di seguito: deliberazione 483/2014/R/EEL);
- la deliberazione dell’Autorità 30 ottobre 2014, 531/2014/R/GAS e il relativo Allegato A, recante “Regolazione delle tariffe per il servizio di stoccaggio del gas naturale per il periodo di regolazione 2015-2018”, come successivamente modificato e integrato (di seguito: RTSG);
- la deliberazione dell’Autorità 4 dicembre 2014, 597/2014/R/COM (di seguito: deliberazione 597/2014/R/COM);
- la deliberazione dell’Autorità 2 luglio 2015, 321/2015/R/GAS (di seguito: deliberazione 321/2015/R/GAS);
- il documento per la consultazione dell’Autorità 14 febbraio 2013, 56/2013/R/GAS;
- il documento per la consultazione dell’Autorità 18 aprile 2013, 164/2013/R/GAS;
- il documento per la consultazione dell’Autorità 9 giugno 2015, 275/2015/R/COM (di seguito: documento per la consultazione 275/2015/R/COM);
- il documento per la consultazione dell’Autorità 29 ottobre 2015, 509/2015/R/COM (di seguito: documento per la consultazione 509/2015/R/COM);
- il documento per la consultazione dell’Autorità 17 novembre 2015, 544/2015/R/EEL;
- la raccomandazione dell’Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell’energia del 27 giugno 2014 sugli incentivi per progetti di interesse comune e su una metodologia comune per la valutazione del rischio.

#### **CONSIDERATO CHE:**

- con la deliberazione 597/2014/R/COM, l’Autorità ha avviato un procedimento per una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito ai fini regolatori (di seguito: WACC) per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas, prevedendo che tale revisione conduca all’unificazione di tutti i parametri utilizzati per la determinazione del WACC per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas, ad eccezione di quelli specifici dei singoli servizi, tra cui *in primis* il parametro  $\beta$  che esprime il livello specifico di rischio del singolo servizio e il peso di capitale proprio e capitale di debito impiegato per la ponderazione (rapporto  $D/E$ );

- come riportato nella parte di motivazione della deliberazione 597/2014/R/COM, la revisione di cui al punto precedente mira a garantire omogeneità nei criteri di determinazione del WACC e a evitare che differenze nei tassi di remunerazione dei singoli servizi infrastrutturali, sia del settore elettrico sia del settore gas, possano dipendere dalle condizioni specifiche dei mercati finanziari nel periodo preso a riferimento per la fissazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- nella medesima deliberazione 597/2014/R/COM è stato previsto che il procedimento per la revisione delle modalità di determinazione e aggiornamento del WACC venga svolto in maniera coordinata, anche temporalmente, con il procedimento di revisione della regolazione dei servizi del settore elettrico di cui alla deliberazione 483/2014/R/EEL, valutando altresì la possibilità di prevedere la convergenza verso una metodologia e tempistica comune di determinazione del WACC del capitale investito, per tutte le regolazioni dei servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas, fin dall'anno 2016;
- nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM sono stati esposti gli orientamenti iniziali dell'Autorità in relazione ai criteri per una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del WACC e alle tempistiche per l'adozione della nuova metodologia nei singoli servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas;
- come evidenziato nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM, le ragioni della revisione metodologica delle modalità di determinazione del WACC sono riconducibili alle evidenze derivanti dall'osservazione delle principali variabili nei mercati finanziari e delle variabili macroeconomiche nel periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008 e, più recentemente, nel periodo successivo all'avvio, il 9 marzo 2015, da parte dell'Eurosistema, del *Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme)*;
- in particolare, la forte variabilità dei rendimenti dei titoli di stato decennali, assunti come riferimento per la determinazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, registrata a partire dalla crisi finanziaria del 2008, ha prodotto, in conseguenza delle tempistiche di aggiornamento, differenziazioni accidentali nei livelli del WACC per i diversi servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas, con potenziali effetti distorsivi sulle scelte di allocazione degli investimenti tra settori;
- con la deliberazione 321/2015/R/GAS, l'Autorità ha modificato le tempistiche per l'aggiornamento tariffario per i servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, trasporto e stoccaggio del gas naturale, per renderle compatibili con quelle relative al procedimento avviato con la deliberazione 597/2014/R/COM, nella prospettiva della convergenza verso una metodologia e tempistica comune di determinazione del WACC fin dall'anno 2016 per tutte le regolazioni dei servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas;
- nella parte di motivazione della deliberazione 321/2015/R/GAS, è stato ribadito che il principio di stabilità regolatoria è un valore generale che l'Autorità persegue nella disciplina di ciascun periodo di regolazione ma che esso, tuttavia, non può costituire un vincolo assoluto refrattario alle dinamiche concrete del contesto economico e congiunturale di cui la regolazione deve tenere conto, pena

l'inefficienza della medesima; e che il principio di stabilità regolatoria deve essere bilanciato con le finalità (prevista dall'art. 1 della legge 481/95) di efficienza dei servizi, con la conseguenza che possono verificarsi situazioni di fatto rilevanti, di natura straordinaria ed eccezionale, che giustificano una modifica (anche rilevante) della regolazione tariffaria a periodo di regolazione avviato;

- nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM sono stati illustrati gli orientamenti finali dell'Autorità in relazione ai criteri per una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del WACC e alle tempistiche per l'adozione della nuova metodologia nei singoli servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas;
- in relazione all'impostazione generale da adottare per la determinazione del WACC, il documento per la consultazione 509/2015/R/COM ha confermato quanto indicato dalla deliberazione 597/2014/R/COM, di avvio del procedimento, che:
  - assume che il WACC debba essere determinato come media ponderata, in funzione di pesi fissati dal regolatore relativi alle quote di finanziamento del capitale investito rispettivamente con capitale proprio e con capitale di debito, del tasso di remunerazione del capitale proprio e del costo del debito;
  - prevede che il livello del WACC continui a essere espresso in termini reali e *pre-tasse*;
  - stabilisce che le metodologie di determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio continuino ad essere fondate sul *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*;
- gli elementi dell'impostazione generale per la revisione dei criteri di determinazione del WACC, riportati ai punti precedenti, sono risultati largamente condivisi nell'ambito della consultazione;
- nell'ambito della consultazione sono stati evidenziati alcuni limiti della metodologia corrente utilizzata dall'Autorità per la determinazione del WACC, in particolare l'incoerenza dei periodi considerati per la determinazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio e quelli utilizzati per il calcolo del premio per il rischio di mercato, nonché l'assenza di esplicito riconoscimento per il rischio Paese;
- alcuni soggetti hanno invece segnalato che le ipotesi di revisione dei criteri di determinazione del WACC sarebbero da ricondursi alla finalità di evitare la forte riduzione dei livelli dei tassi di remunerazione del capitale investito che si sarebbe prodotta in caso di applicazione dei meccanismi di aggiornamento *infra-periodo* previsti dalle regole contenute nei testi integrati che governano i periodi regolatori tariffari per i diversi servizi;
- un soggetto valuta come non opportuno un intervento soprattutto sui servizi infrastrutturali del settore gas per i quali si produrrebbe una modifica in corso delle regole stabilite all'inizio del periodo regolatorio; tale modifica potrebbe essere fonte di sussidi incrociati tra attività monopolistiche regolate e attività in concorrenza, per esempio tra distribuzione e vendita, che causerebbero un forte svantaggio competitivo per le società non verticalmente integrate;

- diversi soggetti che hanno partecipato alla consultazione hanno segnalato l'esigenza di sterilizzare nelle decisioni sui tassi di remunerazione del capitale investito l'effetto depressivo sui tassi dei titoli di stato risultante dalle politiche monetarie attuate dall'Eurosistema. In un rapporto reso disponibile nell'ambito della consultazione è stato evidenziato che in generale i regolatori europei operanti in Paesi interessati da interventi di *quantitative easing* (area euro e Regno Unito) nelle loro decisioni sui tassi di remunerazione del capitale investito hanno di fatto operato per sterilizzare tali effetti; in particolare, è stato evidenziato l'approccio seguito dal regolatore inglese *Ofgem* a seguito del programma di *quantitative easing* introdotto dalla *Bank of England*.

#### **CONSIDERATO CHE:**

- in relazione alla previsione di introdurre un periodo regolatorio specifico del tasso di remunerazione (*PWACC*):
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha ritenuto opportuno confermare l'ipotesi illustrata nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM di definire un *PWACC* della durata di sei anni, all'interno del quale vigono i livelli dei parametri base del *WACC* validi per tutti i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas, esclusi quindi i parametri specifici relativi al singolo servizio, identificati nel parametro  $\beta$  e nel rapporto tra capitale di debito e capitale proprio *D/E*, valutando che tale orizzonte temporale risulti coerente con le esigenze di certezza e stabilità del quadro regolatorio in settori caratterizzati da investimenti con ritorni in periodi non brevi;
  - nel medesimo documento l'Autorità ha espresso l'orientamento di prevedere un meccanismo di aggiornamento *infra*-periodo del *WACC*, che consenta aggiustamenti del tasso in funzione dell'andamento congiunturale, mitigando il rischio regolatorio;
  - nell'ambito della consultazione alcuni soggetti hanno ritenuto condivisibili le ipotesi sviluppate nel documento, mentre altri hanno proposto di mantenere coerenza tra la durata del *PWACC* e la durata dei periodi regolatori tariffari per il servizio (*PRTARS*);
  - alcuni soggetti hanno sostenuto che se il prolungamento del periodo di regolazione va nel senso di migliorare la predicibilità della regolazione, lo sfasamento di durata tra *PWACC* e *PRTARS*, combinata con ipotesi di revisioni *infra*-periodo potrebbe aumentare la frequenza degli aggiornamenti del quadro tariffario a distanze anche ravvicinate (es. un anno) e quindi essere fonte di incertezza;
  - alcuni soggetti ritengono opportuno prevedere scadenze di aggiornamento *infra*-periodo di durata triennale, al fine di evitare un numero eccessivo di aggiornamenti per uno stesso servizio infrastrutturale.

## CONSIDERATO CHE:

- in relazione alla formula da adottare per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio:
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di confermare l'ipotesi, illustrata nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM, di introdurre 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*) e di scorporare contestualmente tale elemento dalla componente *RF*, che viene ricondotta a riferimenti più consoni alla definizione di tasso di rendimento di attività prive di rischio nel contesto dell'area euro;
  - nell'ambito della consultazione l'ipotesi di introdurre un addendo che esprima il premio per il rischio Paese è stata ritenuta in linea generale condivisibile, anche se non sono mancate posizioni a favore dell'attuale impostazione che non prevede un riconoscimento esplicito del premio per il rischio Paese;
  - l'Autorità ha espresso l'orientamento di fondare la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio su un valore aggregato del tasso di rendimento totale medio di mercato osservato tra il 1900 e il 2014 nei mercati finanziari dei Paesi dell'area euro con *rating* elevato, da disaggregare, da un lato, in una componente che esprima il tasso di rendimento delle attività prive di rischio e, dall'altro, in una componente che esprima il premio per il rischio di mercato;
  - tale orientamento è risultato ampiamente condiviso in consultazione, in quanto consente un'elevata stabilità dei rendimenti, condizione favorevole agli investimenti e, dunque, all'integrità del servizio;
- in relazione al tasso di rendimento delle attività prive di rischio:
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di definire il tasso in termini reali, effettuando una stima del parametro in termini nominali e scorporando il tasso di inflazione in esso incorporato;
  - in particolare, l'Autorità ha ipotizzato di stimare il parametro *RF* in termini nominali sulla base della media dei tassi di rendimento dei titoli di stato dell'area euro con scadenza decennale con *rating* almeno AA (in particolare Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania) rilevati nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015; per la stima del tasso di inflazione incorporato in tali tassi nominali, l'Autorità ha invece espresso l'orientamento di fare riferimento alla media dei tassi *swap* indicizzati all'inflazione a dieci anni rilevati nel medesimo periodo, come proposto in un rapporto reso disponibile nell'ambito delle risposte al documento per la consultazione 275/2015/R/COM;
  - l'Autorità ha illustrato che l'applicazione di tale metodologia, nell'attuale contesto, conduce alla determinazione di un tasso *RF* reale inferiore a zero e

pertanto interviene il correttivo, già individuato nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM, che conduce alla fissazione del tasso *RF* reale a un livello minimo, ma superiore a zero (0,5%, in considerazione degli arrotondamenti); tale correttivo viene introdotto alla luce del fatto che il tasso di rendimento delle attività prive di rischio riflette il valore finanziario del tempo e rappresenta la compensazione richiesta dagli investitori al fine di posticipare consumi correnti a favore di consumi futuri e che, implicando un tasso di interesse reale negativo che gli investitori ricevano in futuro una somma inferiore in termini reali rispetto a quanto investito oggi, secondo la teoria economica tassi di interesse negativi non persisterebbero per periodi prolungati poiché i consumatori avrebbero incentivo ad anticipare i propri consumi;

- nell'ambito della consultazione, la maggior parte dei soggetti ha ritenuto preferibile che il tasso *RF* sia fondato sull'individuazione di livelli "normali" del tasso *RF*, come desumibili dagli andamenti dei mercati nell'area euro prima della crisi del 2008;
- un soggetto ha auspicato il riferimento al tasso di rendimento di un solo Paese (in particolare la Germania), al fine di rendere più semplice la previsione, mentre un altro soggetto ha segnalato l'opportunità di estendere ulteriormente l'ambito dei Paesi considerati ad altri Paesi europei dell'area euro con *rating* elevato;
- con riferimento al premio per il rischio di mercato (*Equity risk premium, ERP*):
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di determinare il parametro come differenza tra un tasso di rendimento reale totale di mercato (*Total Market Return, TMR*), definito sulla base di evidenze storiche di lungo periodo, e il tasso *RF* reale assunto ai fini regolatori, in discontinuità con l'attuale approccio che prevede che questo sia fissato sulla base di evidenze storiche di lungo periodo della differenza tra il *TMR* reale e il tasso *RF* reale;
  - in relazione ai metodi per la determinazione del *TMR* reale, nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di prevedere una ponderazione della media geometrica e della media aritmetica dei tassi di rendimento nei Paesi con *rating* elevato, nel periodo 1900-2014, rivedendo in parte l'impostazione illustrata nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM, che prevedeva di fare riferimento esclusivamente alla media geometrica dei tassi in continuità con l'approccio seguito nei precedenti periodi regolatori;
  - in particolare, nel medesimo documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità, tenendo conto di quanto emerso nella precedente fase di consultazione, ha espresso l'orientamento di prevedere, ai fini della stima del *TMR*, una ponderazione con peso pari al 50% alla media geometrica e al 50% alla media aritmetica o, al più, con peso pari al 20% alla media geometrica e all'80% alla media aritmetica;
  - la maggior parte dei soggetti che hanno partecipato alla consultazione ha

- ritenuto condivisibile l'orientamento di determinare l'*ERP* come differenza tra il tasso *TMR* reale e il tasso *RF* reale assunto ai fini regolatori, ma non ha condiviso l'ipotesi di prevedere una ponderazione tra media geometrica e media aritmetica ai fini della stima del *TMR* reale, ritenendo più corretto l'utilizzo della sola media aritmetica o al più un peso riferito alla media geometrica non superiore al 20%;
- alcuni soggetti hanno segnalato l'esigenza di prevedere un livello minimo dell'*ERP* per evitare che il medesimo *ERP* possa risultare non allineato con le medie storiche e non adeguato a remunerare il rischio, nel caso di rilevanti aumenti del livello del tasso *RF*;
  - con riferimento al *CRP* per la definizione del tasso di remunerazione del capitale proprio:
    - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di fissare il parametro in un intorno dell'1%, sulla base delle stime derivanti dall'applicazione di due approcci, il primo dei quali si fonda sulle evidenze derivanti dai mercati obbligazionari e prevede di stimare il parametro come differenza tra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle *utility* italiane e i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle *utility* operanti in Paesi con *rating* elevato, mentre il secondo dei quali si fonda su evidenze derivanti dai mercati azionari e assume che il premio addizionale sia legato alle differenze nel grado di volatilità dei mercati nazionali;
    - le evidenze desumibili dai mercati obbligazionari relativi alle *utility* indicano che il *CRP* potrebbe essere stimato almeno pari a 0,5%, sulla base di analisi su campioni di imprese di diversa ampiezza, definiti anche escludendo soggetti verticalmente integrati;
    - gli esiti delle analisi dei mercati azionari non sono univoche ma sembrano suggerire che ci sia un rischio Paese generale per il mercato azionario italiano e che tale premio non sia irrilevante, potenzialmente superiore all'1,5%, sebbene dalle analisi effettuate emergono elementi che fanno ritenere che il premio richiesto dagli investitori in azioni di *utility* sia inferiore rispetto al premio richiesto in media per il mercato azionario;
    - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha ritenuto non condivisibile l'ipotesi avanzata da alcuni soggetti nella precedente fase di consultazione di riferirsi per la stima del *CRP* allo *spread* tra titoli di stato, dal momento che questo esprime il rischio di *default* del Paese e non risulta corretto, sul piano teorico, attribuire tale rischio alle imprese che in esso vi operano, portando a una tendenziale sovrastima del premio Paese richiesto dagli investitori nel mercato azionario;



- nell'ambito della consultazione l'approccio seguito dall'Autorità è stato giudicato piuttosto complesso e discrezionale; la maggior parte dei soggetti che hanno partecipato alla consultazione ha prospettato l'ipotesi che il *CRP* sia calcolato sulla base dello *spread* tra titoli di stato decennali italiani e titoli di stato decennali di Paesi dell'area euro con *rating* elevato ovvero di fondare le scelte solo sulle evidenze dei mercati azionari;
- con riferimento al coefficiente  $\beta$ :
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di confermare sul piano metodologico l'impostazione delineata nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM, prevedendo che questo sia stimato distintamente per singolo servizio infrastrutturale, sulla base di analisi dei dati relativi a imprese dell'area euro operanti in Paesi con *rating* elevato e l'utilizzo, ai fini del calcolo del  $\beta^{levered}$ , della formula di Modigliani-Miller in una versione semplificata, che non considera il  $\beta$  del debito, in continuità metodologica con i precedenti periodi regolatori;
  - nel medesimo documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha ipotizzato di allentare in parte il vincolo di partecipazione al campione delle imprese considerate ai fini della stima del parametro  $\beta$  rispetto all'orientamento espresso nel precedente documento per la consultazione di selezionare imprese quotate che svolgano esclusivamente attività regolate nei settori di interesse, ritenendo opportuno considerare, al fine di disporre di un numero di osservazioni statisticamente significativo, anche imprese che non svolgano in modo esclusivo tali attività, su un periodo di riferimento almeno biennale;
  - l'Autorità ha evidenziato come in ogni caso la stima del parametro  $\beta$  non sia un processo che possa essere considerato del tutto deterministico, ma implichi, da parte del regolatore, una valutazione di coerenza rispetto al contesto generale;
  - alcuni soggetti hanno sottolineato l'esigenza di adattare i risultati riferiti al campione di imprese europee considerate per tenere conto delle peculiarità italiane, nonché delle specificità dei singoli servizi, anche in relazione alla loro evoluzione nel contesto europeo e ai nuovi ruoli che saranno assegnati in particolare ai gestori dei sistemi di distribuzione dell'energia elettrica; inoltre, è stata segnalata l'esigenza di considerare, nella fissazione del parametro  $\beta$ , l'evoluzione della regolazione tariffaria;
  - rispetto agli elementi di discrezionalità nella fissazione del parametro  $\beta$ , nel corso della consultazione sono emerse da un lato spinte verso l'adozione di modelli il più possibile prevedibili e trasparenti, dall'altro è stato riconosciuto da alcuni soggetti che non è possibile l'adozione di criteri puramente deterministici.

#### **CONSIDERATO CHE:**

- in relazione alla determinazione del costo del debito:

- nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di confermare l'impostazione generale delineata nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM, che prevede di determinare tale costo in termini reali, come somma di un tasso di rendimento delle attività prive di rischio, un premio per il rischio Paese e un premio per il rischio del debito (*Debt risk premium, DRP*);
- nel medesimo documento l'Autorità ha espresso l'orientamento di fissare il livello del *CRP* per la definizione del costo del debito pari a un intorno di 0,5%, sulla base della differenza tra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle *utility* italiane e i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle *utility* operanti in Paesi con *rating* elevato, e di definire un *DRP* o in linea con l'attuale livello di 0,45% o ad un livello più elevato, per allineare i riconoscimenti del costo del debito ai livelli medi riscontrati dall'analisi dei dati effettivi sulla base di un'apposita raccolta dati condotta nei mesi di agosto-settembre 2015 presso un campione rappresentativo di imprese operanti nei diversi servizi infrastrutturali, che rappresentano un *target* ragionevole anche nella prospettiva di futuri efficientamenti;
- su queste basi, nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha ipotizzato di definire un livello del costo del debito reale *pre-tasse* in un *range* compreso tra 1,6% e 1,9%;
- nell'ambito della consultazione numerosi soggetti hanno manifestato contrarietà rispetto all'ipotesi di tenere conto del costo efficiente sostenuto dalle imprese per finanziare gli investimenti e hanno suggerito continuità metodologica con il passato;
- alcuni soggetti hanno segnalato l'esigenza di considerare in qualche misura il livello effettivo del costo del debito sostenuto dalle imprese, tenendo conto della durata del debito, del *mix* di finanziamento tasso fisso-tasso variabile, della maturità e della struttura del debito;
- un soggetto ha proposto di ponderare, ai fini della determinazione del costo del debito per il calcolo del *WACC*, il costo del debito esistente e la stima del costo del debito futuro;
- alcuni soggetti hanno segnalato l'opportunità di differenziare il riconoscimento del costo del debito tra nuovi entranti e *incumbent*; altri hanno proposto la differenziazione del costo del debito tra servizi, distinguendo in particolare tra trasporto/trasmissione e distribuzione (di energia elettrica e gas);
- alcuni soggetti hanno evidenziato che nel caso di operatori appartenenti a gruppi societari operativi anche in altre attività della filiera dell'energia elettrica e del gas, nonché in attività diverse, è la *holding company*, in alcuni casi quotata, ad accedere al mercato dei capitali, anche perché le società di distribuzione avrebbero dimensioni troppo ridotte per muoversi autonomamente sul mercato dei capitali;
- alcuni soggetti hanno evidenziato, infine, che il livello del *CRP*, da assumere ai fini del calcolo del costo del debito, dovrebbe essere pari a quello utilizzato

per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio, che risulterebbe stimato prendendo in considerazione sia i differenziali tra Paesi riscontrabili nei mercati azionari, sia quelli relativi ai mercati obbligazionari.

**CONSIDERATO CHE:**

- in relazione alla determinazione del peso del capitale proprio e del capitale di debito:
  - nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM l’Autorità ha ipotizzato di rivedere il livello di *gearing* per i diversi servizi infrastrutturali, tenendo conto dei livelli effettivi riscontrati tra le imprese regolate e nella prospettiva di un graduale riallineamento ai valori medi adottati dagli altri regolatori europei;
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l’Autorità ha ipotizzato di adottare un approccio graduale, prevedendo di mantenere nel primo biennio del primo *PWACC* i livelli di *gearing* correnti e di procedere a un graduale aggiustamento per tutti i servizi infrastrutturali del settore elettrico e del gas in occasione dei due aggiornamenti biennali *infra*-periodo;
  - nel corso della consultazione è emersa una preferenza per il mantenimento dei livelli attuali di *gearing* per tutta la durata del *PWACC*.

**CONSIDERATO CHE:**

- in relazione alle tematiche e ai parametri di natura fiscale:
  - nel documento per la consultazione 275/2015/R/COM l’Autorità ha espresso l’orientamento di calcolare direttamente valori reali del tasso di remunerazione del capitale proprio e del costo del debito, introducendo così una discontinuità rispetto all’approccio adottato nei precedenti periodi di regolazione, in cui venivano determinati e aggiornati su base biennale i rendimenti nominali del capitale proprio e del capitale di debito e successivamente ponderati e deflazionati; tale approccio aveva peraltro fatto emergere alcune criticità, dal momento che il livello del tasso di inflazione utilizzato per deflazionare i rendimenti nominali veniva mantenuto costante, mentre i livelli dei rendimenti nominali del capitale proprio e del capitale di debito riflettevano anche le variazioni delle attese di inflazione;
  - nel corso della consultazione è stato osservato che il sistema di tassazione italiano si basa su valori nominali e non su valori reali e sono state prospettate due soluzioni: il ritorno alla formulazione per il calcolo del *WACC* adottata nei precedenti periodi regolatori ovvero l’introduzione di correttivi sulle aliquote fiscali;
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l’Autorità, ritenendo condivisibili tali osservazioni, ha espresso l’orientamento di calcolare l’effetto della tassazione sulla base di valori del tasso di remunerazione del capitale proprio e del costo del debito espressi in termini nominali e che solo

successivamente si proceda a deflazionare i valori del *WACC* nominale *pre-tasse* così ottenuto; nel documento è stato illustrato che ciò equivale a sommare al *WACC* basato su valori reali un fattore correttivo che catturi gli effetti della tassazione sui profitti nominali, determinato in funzione del tasso di inflazione atteso; l'Autorità ha ipotizzato, ai fini dell'identificazione del valore atteso di inflazione per il biennio 2016-2017, di fare riferimento alle ultime stime della Banca centrale europea (BCE) disponibili al momento della determinazione tariffaria, come riportate nel Bollettino Economico n. 6/2015, pubblicato in data 17 settembre 2015, adottando un valore pari all'1,7%;

- nel Bollettino Economico n. 7/2015, pubblicato in data 7 novembre 2015, il livello del tasso di inflazione stimato per gli anni 2016 e 2017 è pari rispettivamente a 1,0% e 1,5%, mentre le previsioni a più lungo termine, su base quinquennale, si attestano all'1,9%;
- i soggetti che hanno partecipato alla consultazione hanno condiviso l'ipotesi di correttivo per l'inflazione illustrato nel documento per la consultazione, finalizzato a tenere conto dell'effetto della tassazione su redditi nominali;
- nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha ipotizzato una riduzione del parametro *T*, che rappresenta l'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio, rispetto al livello utilizzato nel corrente periodo di regolazione (pari al 35,7%), che riflette sostanzialmente le analisi condotte in occasione della revisione tariffaria di periodo per i settori dell'energia elettrica, nell'anno 2011;
- in particolare, l'Autorità ha stimato tale riduzione tra l'1,3% e l'1,7%, valutando, in analogia con quanto fatto in sede di deliberazione ARG/elt 199/11, il peso delle aliquote nominali dell'*IRES* e dell'*IRAP* vigenti, rapportate alla medesima base imponibile, in ragione delle novità fiscali intervenute successivamente al 2011 derivanti dall'introduzione:
  - delle misure di aiuto alla crescita economica (ACE), di cui al decreto-legge 201/11, che ha previsto la deduzione dal reddito complessivo d'impresa di un importo corrispondente al cosiddetto "rendimento nozionale" dell'incremento del capitale proprio rispetto a quello esistente al 31 dicembre 2010;
  - della deducibilità dell'*IRAP* dalla base imponibile *IRES* a partire dal 2012, nel caso in cui l'impresa sostenga spese per il personale dipendente, sulla base di quanto stabilito dal decreto-legge 201/11;
  - della possibilità, con la legge 190/14, di dedurre integralmente dalla base imponibile *IRAP* il costo sostenuto per il lavoro dipendente a tempo indeterminato (eccedente le riduzioni spettanti per il cuneo fiscale già in vigore), a partire dal 2015;
- nel documento 509/2015/R/COM l'Autorità ha ipotizzato di confermare l'attuale livello del parametro  $t_c$ , pari al 27,5%, per il calcolo dello scudo fiscale degli interessi passivi, non essendosi modificata l'aliquota nominale dell'imposta *IRES* nel periodo tra il 2011 e il 2014;

- diversi soggetti che hanno partecipato alla consultazione hanno condiviso le ipotesi dell’Autorità relative ai parametri fiscali per la determinazione del WACC; alcuni soggetti ritengono invece che il livello atteso si collochi su livelli più elevati di quelli prospettati dall’Autorità.

**CONSIDERATO CHE:**

- in relazione all’aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio:
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l’Autorità ha espresso l’orientamento di prevedere aggiornamenti *infra*-periodo biennali nel quale vengono rivisti:
    - il livello del tasso *RF* e, conseguentemente, dell’*ERP*, stante l’approccio adottato che tiene fisso il *TMR*;
    - il livello del *CRP*;
    - il livello del tasso d’inflazione utilizzato ai fini della determinazione dei livelli nominali dei rendimenti, per il calcolo delle imposte sui profitti nominali;
  - l’Autorità ha inoltre espresso l’orientamento di valutare l’opportunità di prevedere un aggiornamento del livello della tassazione, anche in relazione alle future riduzioni che potranno essere definite nell’ambito delle leggi di stabilità approvate annualmente, e dei livelli di *gearing*, nell’ottica di procedere a un graduale riallineamento, definito *ex-ante*, verso livelli più vicini a quelli adottati da altri regolatori europei;
  - in relazione ai metodi di aggiornamento del tasso *RF*, l’Autorità ha ipotizzato di applicare una metodologia analoga a quella prevista per la fissazione dei livelli iniziali del medesimo parametro, con l’eventuale applicazione del medesimo correttivo in caso di tassi reali negativi;
  - per quanto riguarda l’aggiornamento del *CRP*, nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l’Autorità ha ipotizzato l’adozione di un meccanismo *trigger*, prevedendo che:
    - qualora il livello medio dello *spread* tra *BTP decennale benchmark* italiano e *Bund* decennale tedesco nel periodo 1 ottobre 2016 – 30 settembre 2017 mostri uno scostamento superiore al 20% rispetto al livello medio nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015, il *CRP* per il secondo biennio del *PWACC* venga aggiornato moltiplicando il livello del *CPR* medesimo per un coefficiente che esprime lo scostamento dello *spread* nei due periodi considerati ai fini della valutazione dell’eventuale attivazione del *trigger*;
    - ai fini dell’aggiornamento per il terzo biennio, qualora in sede di aggiornamento per il secondo biennio non sia intervenuto il *trigger*, se il livello medio dello *spread* tra *BTP decennale benchmark* italiano e *Bund* decennale tedesco nel periodo 1 ottobre 2018 – 30 settembre 2019 mostri uno scostamento superiore al 20% rispetto al livello medio nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015, il *CRP* venga aggiornato

moltiplicando il livello del *CPR* medesimo per un coefficiente che esprime lo scostamento dello *spread* nei due periodi considerati ai fini della valutazione dell'eventuale attivazione del *trigger*;

- nel caso in cui nel secondo biennio sia intervenuto il *trigger* si proceda in modo analogo a quello illustrato al precedente punto, considerando i livelli dello *spread* e del *CRP* utilizzati per le determinazioni tariffarie del secondo biennio;
- ai fini dell'aggiornamento del livello di inflazione utilizzato per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali, l'Autorità ha espresso l'orientamento di fare riferimento alle ultime previsioni della BCE che saranno disponibili al momento dell'aggiornamento *infra*-periodo;
- nella consultazione sono state in linea generale condivisi gli orientamenti per l'aggiornamento, ma sono state segnalate perplessità circa l'utilizzo di *trigger* per l'aggiornamento del *CRP*, in quanto renderebbero meno certo il quadro regolatorio;
- in relazione all'aggiornamento del costo del debito:
  - nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM l'Autorità ha espresso l'orientamento di applicare per l'aggiornamento del costo del debito le medesime modalità adottate per l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio;
  - nel corso della consultazione sono state formulate osservazioni analoghe a quelle illustrate in relazione all'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio.

#### **RITENUTO CHE:**

- sia opportuno procedere ad una revisione delle modalità di determinazione del *WACC*, sulle basi dell'impostazione generale illustrata in fase di consultazione, in ragione del fatto che il mutare del contesto dei mercati finanziari, i quali a partire dal 2008 hanno mostrato forti variabilità e andamenti spesso non facilmente prevedibili, ha reso evidenti i limiti della metodologia corrente, mutuata nel 2011-2015 dai precedenti periodi regolatori, che è stata sviluppata in un contesto di stabilità dei mercati finanziari e risulta coerente con un assetto dei mercati caratterizzato da debole o scarsa correlazione tra *ERP* e livello dei tassi di interesse delle attività prive di rischio;
- nella revisione dei criteri per la determinazione del *WACC* sia necessario tener conto dell'esigenza di un quadro regolatorio certo e prevedibile che, anche nell'attuale contesto macroeconomico e finanziario ancora instabile, consenta il contenimento dei costi per il finanziamento degli investimenti necessari allo sviluppo delle infrastrutture energetiche e, di conseguenza, favorisca il contenimento del costo del servizio, con beneficio per i clienti finali in una prospettiva di medio termine;
- nella revisione di cui al punto precedente sia inoltre necessario tener conto del

fatto che prospettive di rendimento non allineate rispetto ai livelli di rischio possono comportare difficoltà nel reperire il capitale necessario per finanziare tali investimenti, con conseguenze negative sul piano dell'erogazione del servizio, e adottare, in relazione agli straordinari interventi di politica monetaria attuati da parte dell'Eurosistema a partire dal marzo 2015, un approccio coerente con quello seguito da altri regolatori europei, in particolare da Ofgem.

#### **RITENUTO OPPORTUNO:**

- in relazione alla previsione di introdurre un periodo regolatorio del tasso di remunerazione:
  - fissare in sei anni (2016-2021) la durata del *PWACC*, valutando che tale orizzonte temporale risulti coerente con le esigenze di certezza e stabilità del quadro regolatorio in settori caratterizzati da investimenti con ritorni in periodi non brevi;
  - prevedere che nell'ambito del *PWACC* siano fissati i livelli dei parametri base del *WACC* validi per tutti i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas, esclusi quindi i parametri specifici relativi al singolo servizio, identificati nel parametro  $\beta$  e nel rapporto tra capitale di debito e capitale proprio *D/E*;
  - prevedere un meccanismo di aggiornamento *infra*-periodo del *WACC*, che consenta aggiustamenti del tasso in funzione dell'andamento congiunturale;
  - prevedere che l'aggiornamento di cui al punto precedente abbia cadenza triennale, invece che biennale, come ipotizzato in fase di consultazione, al fine di favorire la stabilità e la certezza del quadro regolatorio ed evitare eccessive sovrapposizioni di aggiornamenti per i servizi infrastrutturali.

#### **RITENUTO OPPORTUNO:**

- in relazione alla determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio:
  - introdurre nella formula di determinazione del tasso 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 e di scorporare contestualmente tale elemento dalla componente *RF*, che viene ricondotta a riferimenti più consoni alla definizione di tasso di rendimento di attività prive di rischio, valutando che l'identificazione di una componente che esprime il rischio Paese renda più trasparente le modalità di determinazione del *WACC*;
  - definire il tasso di rendimento delle attività prive di rischio in termini reali, effettuando una stima del parametro in termini nominali e scorporando il tasso di inflazione in esso incorporato;
  - stimare il parametro *RF* in termini nominali secondo un approccio tendenzialmente *forward looking*, basato sui rendimenti *spot*, valutando tale approccio come preferibile rispetto all'ipotesi di fare riferimento a livelli "normali" del tasso *RF* in ragione del fatto che permangono rilevanti incertezze sia sulla durata del periodo in cui si presentano livelli "non

normali” sia su quali saranno i livelli a cui si assesteranno i tassi una volta esauriti gli effetti del *Public Sector Purchase Programme*;

- prevedere che, in ogni caso, il livello del tasso *RF* non possa risultare negativo, sterilizzando gli effetti depressivi sui tassi dei titoli di stato derivante dalle straordinarie misure espansive adottate della *BCE*, anche alla luce del fatto che, secondo la teoria economica, tassi di interesse negativi non persisterebbero per periodi prolungati poiché i consumatori avrebbero incentivo ad anticipare i propri consumi;
- stimare il parametro *RF* in termini nominali sulla base della media dei tassi di rendimento dei titoli di stato dell’area euro con scadenza decennale con *rating* almeno AA, limitando l’analisi a un massimo di quattro Paesi, considerando il loro peso in termini di prodotto interno lordo, per non rendere eccessivamente complicato il calcolo e la possibilità di previsione, come peraltro segnalato in consultazione; in particolare fare riferimento ai tassi di rendimento dei titoli di stato di Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania, rilevati nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015, che meglio sono in grado di approssimare la nozione di attività priva di rischio; su queste basi, definire il medesimo parametro *RF* per gli anni 2016-2018 pari allo 0,79%;
- per la stima del tasso di inflazione incorporato in tali tassi nominali, fare riferimento alla media dei tassi *swap* indicizzati all’inflazione a dieci anni rilevati nel medesimo periodo, pari all’1,39%;
- su queste basi, definire il tasso *RF* reale per gli anni 2016-2018 pari allo 0,5%, a seguito dell’applicazione di un correttivo che consenta di determinare un tasso reale a un livello minimo, ma superiore a zero;
- determinare l’*ERP* come differenza tra il *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 regolatorio;
- non dare seguito all’ipotesi prospettata da alcuni partecipanti alla consultazione di introdurre livelli minimi dell’*ERP*, in quanto non coerente con la logica di individuare un livello normale del *TMR* sulla base di dati storici di lungo periodo e in ragione del fatto che, secondo quanto previsto dalla legge 481/95, l’Autorità ha gli strumenti per intervenire sulla regolazione in caso di eventi imprevedibili ed eccezionali, quali un aumento dei tassi *RF* reali a livelli straordinariamente elevati rispetto a quelli riscontrati nel lungo periodo considerato ai fini della determinazione del *TMR*;
- prevedere che il *TMR* reale sia 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 pari al 20% alla media geometrica e al 80% alla media aritmetica, in ragione delle evidenze della recente letteratura economica, secondo cui, come evidenziato nel documento per la consultazione 509/2015/R/COM, la stima di rendimenti futuri sulla base della media aritmetica di dati storici risulta appropriata solo nel caso di



valutazioni che si estendano su un orizzonte temporale mono-periodo, mentre nei casi in cui la durata del periodo a cui si riferiscono i dati storici sia diversa dall'orizzonte temporale previsivo (superiore all'anno), risulti preferibile l'utilizzo di una ponderazione della media geometrica e della media aritmetica, con pesi che variano al variare delle durate di tali periodi, nonché tenendo conto di quanto emerso in consultazione;

- su queste basi, definire l'*ERP* per gli anni 2016-2018 pari al 5,5%, come differenza tra il *TMR* reale pari al 6,0% e il tasso *RF* assunto ai fini regolatori;
- fissare il *CRP* per la definizione del tasso di remunerazione del capitale proprio sulla base delle stime derivanti da due approcci, il primo dei quali prevede di stimare il parametro come differenza tra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle *utility* italiane e i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle *utility* operanti in Paesi con *rating* elevato e porterebbe ad una stima del parametro pari allo 0,5%, mentre il secondo dei quali assume che il premio addizionale sia legato alle differenze nel grado di volatilità dei mercati azionari nazionali e tenendo conto del fatto che i diversi criteri metodologici per la stima del parametro proposti in fase di consultazione, ciascuno dei quali presenta proprie peculiarità ed elementi di discrezionalità, portano a risultati che sembrano convergere su un intorno dell'1,0%-1,5%;
- prevedere che il livello del *CRP* non risulti comunque superiore al livello dello *spread* dei rendimenti tra titoli di stato, valutando che tale differenziale esprima il rischio di *default* del Paese, che non si ritiene corretto trasferire integralmente alle imprese che in esso vi operano, ancorché risulti influenzare il *rating* delle medesime;
- su queste basi, fissare il parametro *CRP* per la definizione del tasso di remunerazione del capitale proprio per gli anni 2016-2018 pari all'1,0%;
- prevedere che la stima del coefficiente  $\beta$  venga effettuata distintamente per singolo servizio infrastrutturale in occasione degli aggiornamenti dei singoli aggiornamenti tariffari di periodo, sulla base di analisi dei dati relativi a imprese dell'area euro operanti in Paesi con *rating* elevato, 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;
- prevedere l'utilizzo, ai fini del calcolo del  $\beta^{levered}$ , della formula di Modigliani-Miller in una versione semplificata, che non considera il  $\beta$  del debito, in continuità metodologica con i precedenti periodi regolatori.

#### **RITENUTO OPPORTUNO:**

- in relazione alla determinazione del costo del debito:
  - prevedere di determinare il livello di tale costo in termini reali, come somma del tasso *RF*, di un premio per il rischio Paese (*CRP*) e di un premio per il rischio del debito (*DRP*);
  - anche in relazione a quanto emerso nell'ambito della consultazione, tenendo

conto che il livello del *CRP* utilizzato per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio è definito sulla base sia di evidenze disponibili dai mercati azionari, sia da evidenze dai mercati obbligazionari e riflette quindi un livello medio di premio per il rischio Paese, fissare il *CRP* per la definizione del costo del debito pari a quello assunto per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio, pari all'1,0%;

- definire un *DRP* ad un livello pari allo 0,5%, per allineare i riconoscimenti del costo del debito ai livelli medi riscontrati dall'analisi dei dati effettivi sulla base di un'apposita raccolta dati condotta nel mese di agosto-settembre 2015 presso un campione rappresentativo di imprese operanti nei diversi servizi infrastrutturali, che rappresentano un *target* ragionevole anche nella prospettiva di futuri efficientamenti.

#### **RITENUTO OPPORTUNO:**

- in relazione alla determinazione del peso del capitale proprio e del capitale di debito per il calcolo del *WACC*, mantenere nel primo triennio del primo *PWACC* i livelli di *gearing* correnti e procedere, in occasione dell'aggiornamento *infra*-periodo per tutti i servizi infrastrutturali del settore elettrico e del gas, a un primo graduale aggiustamento (tenendo conto dell'impatto di tale modifica sul  $\beta^{levered}$ ) verso livelli più vicini - comunque non superiori a 0,5 - a quelli adottati da altri regolatori europei, in ragione della necessità di considerare anche gli impatti *inter*-settoriali e, in particolare, di evitare che si producano distorsioni nell'allocazione dei capitali tra i diversi settori.

#### **RITENUTO OPPORTUNO:**

- in relazione alle tematiche e ai parametri di natura fiscale:
  - prevedere di sommare al *WACC* basato su valori reali un fattore correttivo che catturi gli effetti della tassazione sui profitti nominali, determinato in funzione del tasso di inflazione atteso per il primo triennio del primo *PWACC* (2016-2018);
  - determinare il valore atteso di inflazione per il triennio 2016-2018 pari all'1,5%, facendo riferimento alle ultime stime della BCE disponibili al momento della determinazione tariffaria;
  - determinare il parametro *T*, che rappresenta l'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio, pari a 34,4% per gli anni 2016-2018, sulla base di una valutazione del peso delle aliquote nominali dell'*IRES* e dell'*IRAP* vigenti, rapportate alla medesima base imponibile, in ragione delle novità fiscali intervenute successivamente al 2011;
  - confermare il parametro  $t_c$ , per il calcolo dello scudo fiscale degli interessi passivi pari al 27,5%, non essendosi modificata l'aliquota nominale dell'imposta *IRES* nel periodo tra il 2011 e il 2015.

## RITENUTO OPPORTUNO:

- in relazione all'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio:
  - prevedere un aggiornamento *infra*-periodo del tasso, dopo il primo triennio del *PWACC*, valutando che tale previsione, basata su meccanismi predefiniti, non aumenti il rischio regolatorio;
  - prevedere che in tale aggiornamento siano rivisti:
    - il livello del tasso *RF* e, conseguentemente, dell'*ERP*, stante l'approccio adottato che tiene fisso il *TMR*;
    - il livello del *CRP*;
    - il livello del tasso d'inflazione utilizzato ai fini della determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali;
    - il livello della tassazione, anche in relazione alle future riduzioni che potranno essere definite nell'ambito delle leggi di stabilità approvate annualmente;
  - in relazione ai metodi di aggiornamento del *tasso RF*, adottare una metodologia analoga a quella prevista per la fissazione dei livelli iniziali del medesimo parametro, con applicazione del medesimo correttivo in caso di tassi reali negativi;
  - per quanto riguarda l'aggiornamento del *CRP*, adottare un meccanismo *trigger* che prevede una modifica del parametro su base triennale in funzione dell'andamento dello *spread* tra *BTP decennale benchmark* italiano e *Bund* decennale tedesco, non essendo condivisibile l'osservazione in fase di consultazione che questo renderebbe meno certo il quadro regolatorio, nel caso le condizioni per l'attivazione del meccanismo e le modalità di aggiornamento siano definite con sufficiente chiarezza;
  - in particolare, ai fini dell'aggiornamento del *CRP*, prevedere che qualora il livello medio dello *spread* tra *BTP decennale benchmark* italiano e *Bund* decennale tedesco nel periodo 1 ottobre 2017 – 30 settembre 2018 mostri uno scostamento superiore al 20% rispetto al livello medio nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015, il *CRP* per il secondo triennio del *PWACC* venga aggiornato moltiplicando il livello del *CPR* medesimo per un coefficiente che esprime lo scostamento dello *spread* nei due periodi considerati ai fini della valutazione dell'attivazione del *trigger*;
  - ai fini dell'aggiornamento del livello di inflazione utilizzato per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali, fare riferimento alle ultime previsioni della BCE disponibili al momento dell'aggiornamento *infra*-periodo;
- in relazione all'aggiornamento del costo del debito, applicare le medesime modalità adottate per l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio.

## **RITENUTO OPPORTUNO:**

- approvare i criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2016-2021 (TIWACC 2016-2021) (di seguito: TIWACC);
- modificare la RTRG, la RTTG, la RTDG e la RTSG al fine di rendere coerenti le disposizioni in esse contenute in relazione alle modalità di determinazione e aggiornamento del WACC con quanto previsto dal TIWACC;
- definire il valore del WACC per i servizi infrastrutturali del settore gas, in coerenza con le disposizioni del TIWACC e considerando i valori dei parametri specifici relativi ai diversi servizi (coefficiente  $\beta$  e *gearing*) attualmente previsti dalle regolazioni tariffarie di tali servizi;
- con riferimento al *gearing* stabilire che, nel corso del periodo 2016-2021, il medesimo venga rivisto per tutti i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas esclusivamente in occasione dell'aggiornamento infra-periodo, prevedendo in tale occasione un suo graduale riallineamento verso livelli maggiormente coerenti con i livelli adottati dagli altri regolatori europei

## **DELIBERA**

### **Articolo 1**

#### *Approvazione del TIWACC*

- 1.1 Sono approvati i criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2016-2021 (TIWACC 2016-2021) allegati alla presente deliberazione, di cui formano parte integrante e sostanziale (*Allegato A*).
- 1.2 Le disposizioni previste dal provvedimento di cui al comma 1.1 si applicano nel periodo 1 gennaio 2016 – 31 dicembre 2021.

### **Articolo 2**

#### *Modifiche della RTRG*

- 2.1 Al comma 1.1 della RTRG è aggiunta la seguente definizione:  
“cc) **TIWACC** è l'allegato A alla deliberazione 583/2015/R/COM, recante criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2016-2021 (TIWACC 2016-2021);”.
- 2.2 Il comma 12.1 della RTRG è sostituito con il seguente:

“12.1 A partire dall’anno 2016 il tasso di remunerazione è aggiornato sulla base delle disposizioni previste dal TIWACC.”.

2.3 Il comma 12.2 della RTRG è soppresso.

### **Articolo 3**

#### *Modifiche della RTTG*

3.1 Al comma 1.1 della RTTG è aggiunta la seguente definizione:

“yy) **TIWACC** è l’allegato A alla deliberazione 583/2015/R/COM, recante criteri per la determinazione e l’aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2016-2021 (TIWACC 2016-2021);”.

3.2 Il comma 19.1 della RTTG è sostituito con il seguente:

“19.1 A partire dall’anno 2016 il tasso di remunerazione è aggiornato sulla base delle disposizioni previste dal TIWACC.”.

3.3 Il comma 19.2 della RTTG è soppresso.

### **Articolo 4**

#### *Modifiche della RTDG*

4.1 Al comma 1.1 della RTDG è aggiunta la seguente definizione:

“● **TIWACC** è l’allegato A alla deliberazione 583/2015/R/COM, recante criteri per la determinazione e l’aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2016-2021 (TIWACC 2016-2021);”.

4.2 Il comma 10.1, lettera b) e il comma 10.1, lettera c), della RTDG sono soppressi.

4.3 Il comma 10.2 della RTDG è sostituito con il seguente:

“10.2 A partire dall’anno 2016 il tasso di remunerazione è aggiornato sulla base delle disposizioni previste dal TIWACC 2016-2021.”.

4.4 Il comma 10.3 della RTDG è soppresso.

### **Articolo 5**

#### *Modifiche della RTSG*

5.1 Al comma 1.1 della RTSG è aggiunta la seguente definizione:

“ff) **TIWACC** è l’allegato A alla deliberazione 583/2015/R/COM, recante criteri per la determinazione e l’aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2016-2021 (TIWACC 2016-2021);”.

5.2 Il comma 6.1 della RTSG è sostituito con il seguente:

“6.1 A partire dall’anno 2016 il tasso di remunerazione è aggiornato sulla base delle disposizioni previste dal TIWACC.”.

5.3 Il comma 6.2 della RTSG è soppresso.

### **Articolo 6**

#### *Determinazione del WACC per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas*

- 6.1 Sono approvati i valori del WACC per i servizi infrastrutturali del settore gas a partire dall’anno 2016 come riportati nella Tabella 4 del TIWACC, definiti in coerenza con le disposizioni del TIWACC e considerando i valori dei parametri specifici relativi ai diversi servizi (coefficiente  $\beta$  e rapporto  $D/E$ ) attualmente previsti dalle regolazioni di tali servizi.
- 6.2 Con successive disposizioni verrà definito il valore del WACC per i servizi infrastrutturali del settore elettrico, a seguito della definizione dei parametri  $\beta$  relativi ai diversi servizi nell’ambito del procedimento avviato con la deliberazione 483/2014/R/EEL.
- 6.3 In occasione della revisione delle regolazioni tariffarie relative ai diversi servizi infrastrutturali verranno modificati, se necessario, i valori relativi ai parametri specifici relativi ai diversi servizi di cui alla Tabella 2 e alla Tabella 3 del TIWACC e il valore del WACC di cui alla Tabella 4 del TIWACC.

### **Articolo 7**

#### *Disposizioni finali*

- 7.1 Il presente provvedimento, il TIWACC e i testi integrati RTRG, RTTG, RTDG e RTSG, come modificati dal presente provvedimento, sono pubblicati sul sito internet dell’Autorità [www.autorita.energia.it](http://www.autorita.energia.it).

2 dicembre 2015

IL PRESIDENTE  
*Guido Bortoni*