

**DOCUMENTO PER LA CONSULTAZIONE
275/2015/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.
ORIENTAMENTI INIZIALI.**

Documento per la consultazione per la formazione di provvedimenti nell'ambito del
procedimento avviato con deliberazione dell'Autorità per l'energia elettrica il gas e il
sistema idrico 4 dicembre 2014, 597/2014/R/COM

Mercati di incidenza: energia elettrica e gas

9 giugno 2015

Premessa

Il presente documento per la consultazione si inserisce nell'ambito del procedimento avviato con deliberazione dell'Autorità per l'energia elettrica il gas e il sistema idrico (di seguito: Autorità) 4 dicembre 2014, 597/2014/R/COM (di seguito: deliberazione 597/2014/R/COM) per una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi regolati dei settori elettrico e gas.

Come indicato nella deliberazione 597/2014/R/COM, il procedimento prevede una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito ai fini regolatori per i servizi regolati dei settori elettrico e gas. Secondo quanto indicato nella medesima deliberazione 597/2014/R/COM, è previsto che il procedimento venga svolto in maniera coordinata, anche temporalmente, con il procedimento di revisione della regolazione dei servizi del settore elettrico di cui alla deliberazione 9 ottobre 2014, 483/2014/R/EEL (di seguito: deliberazione 483/2014/R/EEL), valutando altresì la possibilità di prevedere la convergenza verso una metodologia e tempistica comune di determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito per tutte le regolazioni infrastrutturali dei servizi regolati dei settori elettrico e gas, fin dall'anno 2016.

Il presente documento espone gli orientamenti iniziali dell'Autorità in relazione ai criteri per una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito e alle tempistiche per l'adozione della nuova metodologia nei singoli servizi regolati dei settori elettrico e gas.

*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 tramite posta elettronica (infrastrutture@autorita.energia.it) entro il **31 luglio 2015**.*

*Limitatamente alla parte IV del presente documento per la consultazione, i soggetti interessati sono invitati a far pervenire le proprie osservazioni entro il **19 giugno 2015**.*

Le osservazioni e le proposte pervenute saranno pubblicate sul sito internet dell'Autorità. Pertanto, qualora i partecipanti alla

consultazione intendano salvaguardare la riservatezza di dati e informazioni, motiveranno tale richiesta contestualmente a quanto inviato in esito al presente documento, 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.

***Autorità per l'energia elettrica il gas e il sistema idrico
Direzione Infrastrutture
Piazza Cavour, 5 – 20121 Milano
e-mail: infrastrutture@autorita.energia.it
sito internet: www.autorita.energia.it***

INDICE

PARTE I – ASPETTI INTRODUTTIVI.....	5
1 Oggetto e ambito della consultazione	5
2 Obiettivi specifici	5
3 Quadro normativo	6
4 Struttura del documento	8
PARTE II – CONSIDERAZIONI GENERALI PER LA REVISIONE DELLA METODOLOGIA DI DETERMINAZIONE DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO	10
5 Inquadramento del procedimento.....	10
6 Le ragioni per una revisione metodologica	10
7 Il tasso di remunerazione del capitale investito nel contesto regolatorio	13
8 Il <i>Capital Asset Pricing Model</i>	14
9 Il tasso di remunerazione come media ponderata del costo dell' <i>equity</i> e del costo del debito.....	15
10 Tasso di remunerazione del capitale investito e valore delle azioni.....	16
11 L'ipotesi di <i>split</i> del costo del capitale.....	17
12 Nozione di periodo regolatorio del tasso di remunerazione	19
PARTE III – PRIMI ORIENTAMENTI AI FINI DELLA DEFINIZIONE DEI PARAMETRI PER LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO	21
13 Il tasso di remunerazione del capitale proprio (<i>equity</i>).....	21
14 Aggiornamento infra-periodo del tasso di remunerazione del capitale proprio	29
15 Costo del debito.....	30
16 Aggiornamento del costo del debito.....	31
17 Il tasso di inflazione	32
18 Peso del capitale proprio e del capitale di debito.....	32
19 Livello di tassazione.....	33
PARTE IV – TEMPISTICHE PER IL RIALLINEAMENTO DEI TASSI DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO.....	35
20 Tempistica di conclusione del procedimento e scadenze per gli aggiornamenti tariffari	35
21 Modalità operative per l'attuazione della riforma per i servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, trasporto e stoccaggio del gas naturale.....	37

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 deliberazione 597/2014/R/COM per una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi regolati dei settori elettrico e gas.
- 1.2 Come indicato nella deliberazione 597/2014/R/COM, il procedimento prevede una revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi regolati dei settori elettrico e gas. Secondo quanto indicato nella medesima deliberazione 597/2014/R/COM, è previsto che il procedimento 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 tasso di remunerazione del capitale investito, per tutte le regolazioni infrastrutturali dei servizi regolati dei settori elettrico e gas, fin dall'anno 2016.

2 Obiettivi specifici

- 2.1 In linea generale, la fissazione del tasso di remunerazione del capitale investito è uno degli elementi chiave del quadro di regolazione dei settori infrastrutturali.
- 2.2 La fissazione del livello del tasso di remunerazione del capitale investito assume una rilevanza cruciale nei servizi infrastrutturali regolati¹. Livelli inadeguati del tasso di remunerazione pregiudicano la possibilità di finanziare i nuovi investimenti, mentre livelli troppo elevati possono, per contro, favorire fenomeni di sovra-investimento, a discapito dell'economicità del servizio.
- 2.3 I regolatori si trovano, pertanto, nella condizione di dover individuare un livello adeguato del tasso di remunerazione tale, da un lato, da rendere possibile il finanziamento efficiente degli investimenti necessari per un

¹ Si veda in particolare il capitolo 7 del presente documento per la consultazione.

adeguato ed economico sviluppo del servizio e, dall'altro, da evitare che si formino rendite ingiustificate a danno degli utenti finali.

- 2.4 L'individuazione di un così delicato equilibrio risulta ancor più complessa in periodi di forte variabilità dei mercati finanziari, quale quella sperimentata a partire dal 2008, che ha condotto a un'elevata volatilità dei tassi e a interventi di politica monetaria senza precedenti da parte delle banche centrali (in ultimo da parte della BCE), con evidenti riflessi sui rendimenti reali dei titoli di stato di lungo termine, in alcuni casi scesi addirittura sotto lo zero.
- 2.5 In ragione di tali considerazioni, nella fissazione del tasso di remunerazione del capitale investito l'Autorità ritiene opportuno focalizzarsi sull'obiettivo di offrire un quadro il più possibile stabile e certo agli investitori, con rendimenti sul capitale investito adeguati rispetto ai rischi, nel rispetto delle esigenze di tutela degli utenti del servizio.
- 2.6 In questo contesto, l'Autorità intende pertanto identificare i seguenti obiettivi specifici:
- stabilità e certezza del quadro regolatorio;
 - adeguatezza del livello di remunerazione, tenuto conto dei profili di rischio del settore;
 - tutela degli utenti del servizio.

3 Quadro normativo

- 3.1 Nel presente capitolo sono richiamate le principali norme a livello europeo e nazionale che impattano sulle scelte relative alla determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito.

Quadro normativo europeo

- 3.2 Per il settore elettrico, l'articolo 36 della direttiva 2009/72/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e che abroga la direttiva 2003/54/CE (di seguito: direttiva 2009/72/CE) prevede che, nell'esercizio delle loro funzioni, le autorità di regolamentazione adottino tutte le misure ragionevoli, idonee al perseguimento, tra gli altri, dei seguenti obiettivi:
- contribuire a conseguire, nel modo più efficace sotto il profilo dei costi, lo sviluppo di sistemi non discriminatori sicuri, affidabili ed efficienti orientati al consumatore e promuovere l'adeguatezza dei sistemi;

- assicurare che ai gestori del sistema siano offerti incentivi adeguati, sia a breve che a lungo termine, per migliorare l'efficienza delle prestazioni del sistema e promuovere l'integrazione del mercato;
 - provvedere a che i clienti beneficino del funzionamento efficiente del proprio mercato nazionale, promuovere una concorrenza effettiva e contribuire a garantire la tutela dei consumatori.
- 3.3 L'articolo 37 della medesima direttiva 2009/72/CE prevede che le autorità di regolamentazione stabiliscano o approvino, in base a criteri trasparenti, tariffe di trasmissione o distribuzione o le relative metodologie di calcolo.
- 3.4 In modo speculare, per il settore gas, l'articolo 40 della 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 e che abroga la direttiva 2003/55/CE prevede che le autorità di regolamentazione adottino tutte le misure ragionevoli, idonee al perseguimento, tra gli altri, di obiettivi del tutto analoghi a quelli previsti per il settore elettrico sopra richiamati.
- 3.5 Nel quadro normativo europeo va citato infine il regolamento (UE) n. 347/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013, che riguarda l'individuazione, secondo principi di efficienza, di progetti di interesse comune necessari per la realizzazione di corridoi e aree prioritari, rientranti nelle categorie delle infrastrutture energetiche nei settori dell'elettricità, del gas, del petrolio e dell'anidride carbonica.

Quadro normativo nazionale

- 3.6 La legge 14 novembre 1995, n. 481 (di seguito: legge n. 481/95) delinea il quadro generale e le funzioni assegnate all'Autorità per lo sviluppo dei propri interventi di regolazione tariffaria. L'articolo 1, comma 1, della medesima legge identifica gli obiettivi da perseguire nella regolazione tariffaria. In particolare, l'ordinamento tariffario deve:
- essere “certo, trasparente e basato su criteri predefiniti”;
 - tutelare gli interessi di utenti e consumatori attraverso “la promozione della concorrenza e dell'efficienza”;
 - assicurare la fruibilità e la diffusione del servizio elettrico con adeguati livelli di qualità su tutto il territorio nazionale;
 - “armonizzare gli obiettivi economico-finanziari dei soggetti esercenti il servizio con gli obiettivi generali di carattere sociale, di tutela ambientale e di uso efficiente delle risorse”.
- 3.7 Coerentemente con tali obiettivi, l'Autorità è dunque chiamata a definire i meccanismi per la determinazione di tariffe, intese come prezzi massimi dei servizi al netto delle imposte (articolo 2, comma 17, della legge n. 481/95), da

applicarsi in maniera uniforme sull'intero territorio nazionale (articolo 3, comma 2, della legge n. 481/95).

- 3.8 L'articolo 2, comma 12, lettera e), della legge n. 481/95 dispone che l'Autorità stabilisca ed aggiorni, in relazione all'andamento del mercato, la tariffa base, i parametri e gli altri elementi di riferimento per determinare le tariffe, in modo da assicurare la qualità, l'efficienza del servizio e l'adeguata diffusione del medesimo sul territorio nazionale. Tale disposizione è specificata dall'articolo 2, comma 18, della medesima legge, che individua nel *price-cap* il metodo di riferimento per l'aggiornamento delle tariffe.
- 3.9 L'articolo 2, comma 12, lettera d), inoltre, specifica ulteriormente le funzioni di regolazione in capo all'Autorità, prevedendo che questa definisca le condizioni tecnico-economiche di accesso e di interconnessione alle reti, ove previsto dalla normativa vigente.
- 3.10 Il quadro normativo nell'ambito del quale l'Autorità è chiamata a definire prezzi e corrispettivi per il servizio elettrico è precisato nel decreto legislativo 16 marzo 1999, n. 79.
- 3.11 Per i servizi regolati del settore gas, l'articolo 23, comma 2, del decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164, come successivamente modificato e integrato, dispone che l'Autorità determini, entro il 1° gennaio 2001, le tariffe per il trasporto e dispacciamento, per lo stoccaggio minerario, strategico e di modulazione, per l'utilizzo dei terminali di gas naturale liquefatto e per la distribuzione, in modo da assicurare una congrua remunerazione del capitale investito.
- 3.12 Più recentemente, il decreto legislativo 1 giugno 2011, n. 93, in attuazione del cosiddetto Terzo pacchetto comunitario in materia di mercato interno dell'energia elettrica e del gas naturale, ha previsto (articolo 3) che l'esercizio delle competenze tariffarie da parte dell'Autorità sia coerente con le finalità di sviluppo delle infrastrutture individuate come necessarie per la strategia energetica nazionale.

4 Struttura del documento

- 4.1 Il presente documento per la consultazione, oltre alla presente parte introduttiva, contiene:
- una parte II, nella quale sono sviluppate considerazioni di carattere generale sull'approccio da adottare per la revisione complessiva delle modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi regolati dei settori elettrico e gas;

- una parte III, dove sono delineati gli orientamenti iniziali sulle modalità da utilizzare per la stima dei singoli parametri necessari per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito e sulle ipotesi per il loro eventuale aggiornamento;
- una parte IV, nella quale sono descritte le tempistiche per l'applicazione nei singoli servizi regolati delle nuove modalità di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito.

PARTE II – CONSIDERAZIONI GENERALI PER LA REVISIONE DELLA METODOLOGIA DI DETERMINAZIONE DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO

5 Inquadramento del procedimento

- 5.1 La deliberazione 597/2014/R/COM, di avvio del procedimento, delinea alcune direttrici della riforma. In primo luogo, la riforma mira a garantire omogeneità nei criteri di determinazione dei tassi di remunerazione del capitale investito e ad evitare che differenze nei tassi di remunerazione dei singoli servizi regolati, 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.
- 5.2 La medesima deliberazione prevede l'unificazione di tutti i parametri utilizzati per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito per i servizi regolati dei settori elettrico e gas, ad eccezione di quelli specifici dei singoli servizi, tra cui *in primis* il parametro β , 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).
- 5.3 La deliberazione 597/2014/R/COM fornisce, infine, alcune indicazioni sull'impostazione generale e in particolare:
- assume che il tasso di remunerazione del capitale investito 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 tasso di remunerazione del capitale investito 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)*.

6 Le ragioni per una revisione metodologica

- 6.1 L'impostazione per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito attualmente in uso nei servizi regolati dei settori elettrico e gas è riconducibile alle scelte operate per la definizione della regolazione tariffaria dei servizi di trasmissione, distribuzione e misura dell'energia elettrica nel

secondo periodo di regolazione (2004-2007), poi estese, nel tempo, agli altri servizi regolati del settore gas.

- 6.2 Tale impostazione, sulla quale hanno in parte influito disposizioni della normativa primaria², è stata introdotta in un contesto nel quale i tassi di rendimento dei titoli di Stato rappresentavano una buona approssimazione di un tasso di rendimento delle attività prive di rischio e costituivano un riferimento nel complesso stabile.
- 6.3 A partire dalla crisi finanziaria del 2008 i rendimenti dei titoli di Stato di molti paesi, tra cui l'Italia, hanno cominciato a presentare significative oscillazioni, anche in termini di *spread* rispetto a titoli di Stato di altri paesi dell'Unione, che hanno reso critica l'assunzione che i rendimenti dei titoli di Stato rappresentino una buona approssimazione di tassi di rendimento di attività prive di rischio.
- 6.4 Le rilevanti variazioni dei livelli del tasso di rendimento dei BTP decennali *benchmark* utilizzati quali tasso di rendimento delle attività prive di rischio ai fini della determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito, legate soprattutto all'andamento della componente a compensazione per il rischio, e le conseguenze che tali fluttuazioni producono sul livello del costo riconosciuto delle imprese regolate hanno indotto l'Autorità a introdurre, a partire dal quarto periodo di regolazione (2012-2015) per il settore elettrico (deliberazione 29 dicembre 2011, ARG/elt 199/11, come successivamente modificata e integrata), specifici meccanismi di revisione infra-periodo (poi replicati nelle altre regolazioni tariffarie delle infrastrutture dei settori elettrico e gas).
- 6.5 Il meccanismo di aggiornamento infra-periodo del tasso di remunerazione del capitale investito introdotto nel quarto periodo di regolazione elettrico si è sostanziato nella previsione di un'indicizzazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, ferme restando tutte le altre variabili rilevanti per la fissazione del WACC³.
- 6.6 Le evidenze derivanti dall'osservazione delle principali variabili nei mercati finanziari e delle variabili macroeconomiche nel periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008 e quelle più recenti conseguenti all'avvio, il 9 marzo 2015, da parte dell'Eurosistema, del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) hanno reso necessari approfondimenti ai fini di valutare l'esigenza di una revisione generale dell'approccio adottato.

² L'articolo 1-*quinquies* del decreto-legge 29 agosto 2003, n. 239, come convertito con la legge 27 ottobre 2003, n. 290, ha stabilito che l'Autorità, per la fissazione delle tariffe per il secondo periodo di regolazione, adotti criteri che includono, tra gli altri, un valore del tasso di rendimento privo di rischio almeno in linea con quello dei titoli di Stato a lungo termine.

³ *Weighted Average Cost of Capital*.

- 6.7 In particolare, come emerge da alcuni studi⁴, gli andamenti osservati dopo la crisi finanziaria hanno messo in discussione alcune assunzioni che venivano generalmente riconosciute come valide. Per esempio, nella pratica della finanza d'impresa veniva solitamente assunto che il livello del premio per il rischio di mercato non fosse correlato al livello dei tassi di interesse. Al variare del livello del tasso di interesse delle attività prive di rischio si assumeva tipicamente l'invarianza del premio per il rischio di mercato. Questa assunzione, che si è riflessa anche nella prassi regolatoria internazionale, non sembra essere del tutto corretta; i livelli più alti del premio per il rischio di mercato si sono infatti registrati negli anni Settanta, con condizioni di tassi di interesse elevati e inflazione elevata; per contro, dopo la crisi del 2008, con bassi tassi di interesse e bassa inflazione si sono registrati elevati premi per il rischio di mercato.
- 6.8 Le analisi svolte da A. Damodaran sembrerebbero far emergere una, pur debole, correlazione tra il livello dei tassi di interesse e il livello del premio per il rischio di mercato.
- 6.9 Lo stesso autore ha poi condotto analisi per valutare le relazioni tra le principali variabili macroeconomiche e il premio per il rischio di mercato. Risulterebbe, da tali analisi, che il premio per il rischio di mercato è correlato negativamente con la crescita del PIL ed è correlato positivamente con l'inflazione. Al crescere dell'inflazione crescerebbe anche il premio per il rischio di mercato. Nella prospettiva del premio per il rischio, sembra essere più di rilievo l'incertezza sul livello del PIL di quanto non sia il livello del PIL medesimo.
- 6.10 Uno studio pubblicato dalla *Bank of England* nel 2011⁵ analizza gli andamenti dei mercati azionari alla luce della crisi finanziaria e dei successivi interventi di politica monetaria attuati dalla medesima banca centrale. In questo studio, fondato sull'utilizzo di un modello di *dividend discount*, viene effettuata una disaggregazione delle variazioni dei titoli azionari in funzione della causa. Una parte delle variazioni risulta connessa alle variazioni delle aspettative di guadagno, ma una loro quota è invece spiegata dalla variazione del premio per il rischio di mercato, che è cresciuto rapidamente nel periodo più grave della crisi, per poi tornare sui livelli medi degli ultimi dieci anni. Gli interventi di politica economica e monetaria hanno poi inciso sui valori azionari, sia mediante una riduzione del tasso di rendimento dei titoli di Stato, sia riducendo la probabilità che si concretizzi il *downside risk*, ovvero la perdita presumibile di prezzo da parte di un titolo conseguente all'andamento negativo dei fattori economici capaci di influenzarne la valutazione.

⁴ Si veda, in particolare: A. Damodaran (2014), "*Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2014 Edition Updated*".

⁵ M. Inkinen, M. Stringa e K. Voutsinou (2010), "*Interpreting equity price movements since the start of the financial crisis*", Bank of England Quarterly Bulletin 2010-Q1.

- 6.11 Alla luce di tali evidenze, fin dal 2013 l’Autorità ha avviato approfondimenti in relazione all’ipotesi di una revisione delle modalità di determinazione e l’aggiornamento del WACC per i servizi regolati dei settori elettrico e gas⁶, anche al fine di evitare che si producano differenziazioni accidentali nei livelli dei tassi di remunerazione riconosciuti, riconducibili alle condizioni specifiche dei mercati finanziari nel periodo preso a riferimento per la fissazione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio.
- 6.12 L’Autorità ritiene dunque necessario valutare ipotesi per un’ampia revisione della metodologia adottata per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito, esplorando differenti soluzioni che possano condurre ad un quadro regolatorio il più possibile certo e stabile, nell’interesse delle imprese, degli investitori e, in ultima analisi, degli utenti finali, che da un simile quadro possono avvantaggiarsi in termini di contenimento e stabilità nel tempo del costo dei servizi regolati.
- 6.13 A supporto della propria attività, l’Autorità ha, tra l’altro, commissionato uno specifico studio alla società OXERA una cui sintesi verrà resa disponibile a breve.

7 Il tasso di remunerazione del capitale investito nel contesto regolatorio

- 7.1 I settori regolati sono tipicamente ad alta intensità di capitale, caratterizzati da investimenti definiti come *relationship-specific investment*, cioè investimenti i cui ritorni dipendono dalla durata del rapporto contrattuale. In una certa prospettiva, la regolazione delle *utility* può essere vista come una forma di contratto a lungo termine tra il fornitore dell’infrastruttura e i suoi utenti, supervisionato da un regolatore indipendente. Questo contratto di lungo termine è, in effetti, un meccanismo di *governance* che si rende necessario in relazione al peso dei *relationship-specific investment*, in ragione del fatto che solo la presenza di un contratto di lungo termine renderebbe possibile la realizzazione di tali investimenti. Una volta che gli investimenti sono stati sostenuti (c.d. *sunk cost*, costi affondati), il valore per gli investitori dipende dal tasso di remunerazione e dal livello del capitale riconosciuto, mentre il valore per gli utenti dipende dall’accesso al servizio ad un prezzo ragionevole e con la garanzia di specifici *standard* di qualità.
- 7.2 E’ chiaro che, in questo contesto, la fissazione del livello del tasso di remunerazione del capitale investito assume una rilevanza cruciale. Livelli inadeguati del tasso di remunerazione pregiudicano la possibilità di finanziare

⁶ Si veda il documento per la consultazione 14 febbraio 2013, 56/2013/R/GAS, in materia di tariffe dei servizi di distribuzione e misura del gas, e il documento per la consultazione 18 aprile 2013, 164/2013/R/GAS, in materia di tariffe per l’attività di trasporto del gas naturale.

i nuovi investimenti, mentre livelli troppo elevati possono, per contro, favorire fenomeni di sovra-investimento, a discapito dell'economicità del servizio. Sotto un certo punto di vista, va quindi bilanciato il rischio di avere prezzi più elevati nel breve termine (per effetto del sovra-investimento) e il rischio di dover definire prezzi elevati nel lungo termine, per correggere gli effetti di prolungate situazioni di sotto-investimento, quali quelle sperimentate nella trasmissione elettrica fino ai primi anni 2000, che hanno indotto l'attivazione di regolazioni con remunerazioni fortemente incentivanti, proprio a partire dal settore elettrico con la deliberazione 30 gennaio 2004, n. 5/04, come successivamente modificata e integrata (di seguito: deliberazione n. 5/04), con la quale è stato definito il secondo periodo regolatorio del settore elettrico.

8 Il *Capital Asset Pricing Model*

- 8.1 Nella deliberazione 597/2014/R/COM l'Autorità ha previsto che le metodologie di determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio continuino ad essere fondate sul *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.
- 8.2 Tale metodologia, come rilevato nella raccomandazione *dell'Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia* (di seguito: ACER) del 27 giugno 2014 sugli incentivi per progetti di interesse comune e su una metodologia comune per la valutazione del rischio (di seguito: raccomandazione ACER del 27 giugno 2014), è utilizzata nella maggior parte degli Stati membri ai fini della valutazione del rischio e della conseguente fissazione del livello del costo del capitale per le attività regolate.
- 8.3 La metodologia semplifica le relazioni, molto più complesse nella realtà, tra rischi e rendimenti e si fonda sull'identificazione del livello del rischio sistematico di ciascuna attività regolata, espresso nel parametro β .
- 8.4 Applicando il *Capital Asset Pricing Model* il regolatore identifica il livello di rischio tipico di settore e fissa il tasso di rendimento in modo da garantire ai portatori di capitale (di rischio e di debito) dell'impresa una remunerazione uguale a quella che potrebbero ottenere sul mercato investendo in attività con un analogo profilo di rischio.
- 8.5 La remunerazione del capitale di rischio deve garantire agli investitori un premio per esporsi al rischio sistematico che, essendo correlato con l'andamento del mercato finanziario, non può essere evitato dagli operatori attraverso una opportuna politica di diversificazione di portafoglio. Il rischio non sistematico non giustifica invece un premio di rendimento per gli investitori, in quanto gli stessi possono ridurlo, fino praticamente ad eliminarlo, attraverso la diversificazione di portafoglio.

Spunti per la consultazione

S1. Osservazioni sulla scelta di utilizzare come riferimento per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito il *Capital Asset Pricing Model*.

9 Il tasso di remunerazione come media ponderata del costo dell'*equity* e del costo del debito

9.1 Nell'approccio corrente, adottato a partire dalla deliberazione n. 5/04, con la quale è stato definito il secondo periodo regolatorio del settore elettrico, l'Autorità ha determinato il tasso di remunerazione del capitale investito (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*), come media ponderata del tasso di rendimento sul capitale di rischio e di quello sul capitale di debito, sulla base della seguente formula per determinare un tasso reale *pre-tax*:

$$WACC(pre\ tax) = \frac{\left[1 + \left(\frac{Ke}{(1-T)} * \frac{E}{(E+D)} + Kd * \frac{(1-tc)}{(1-T)} * \frac{D}{(E+D)} \right) \right]}{1 + rpi} - 1$$

dove:

- *Ke* è il tasso nominale di rendimento del capitale di rischio;
- *E* è il capitale di rischio;
- *D* è l'indebitamento;
- *Kd* è il tasso di rendimento nominale sull'indebitamento;
- *tc* è l'aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari;
- *T* è l'aliquota teorica di incidenza delle imposte (compresa l'IRAP) sul risultato d'esercizio;
- *rpi* è il tasso di inflazione.

9.2 Tale formulazione tiene conto del fatto che le imposte pagate dalle imprese si applicano ai profitti nominali e non a quelli reali.

9.3 La deliberazione 597/2014/R/COM assume implicitamente che il tasso di remunerazione del capitale investito (*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.

- 9.4 Questa impostazione è volta a favorire l'efficienza delle imprese nel finanziamento degli investimenti. E' peraltro chiaro che l'adozione di un tasso di remunerazione medio del capitale investito spinge le imprese a finanziare gli investimenti con le fonti meno costose, al fine di conseguire *extra*-profitti.
- 9.5 Le questioni specifiche rispetto al livello del rapporto tra capitale di debito e capitale proprio da utilizzare ai fini delle determinazioni del tasso di rendimento saranno approfondite nella parte III del presente documento per la consultazione.

Spunti per la consultazione

- S2. Osservazioni sulla scelta di fissare un tasso di remunerazione del capitale investito (*WACC*) come media ponderata tra costo del capitale proprio e costo del capitale di debito.

10 Tasso di remunerazione del capitale investito e valore delle azioni

- 10.1 Per le imprese regolate si assume talora che il valore di mercato debba essere pari al valore regolatorio degli *asset* (la c.d. RAB). Se si ipotizza che il valore di mercato dipenda dalle attese sui flussi di cassa futuri e dal tasso di attualizzazione utilizzato dagli investitori, che dovrebbe esprimere il costo opportunità del capitale e dovrebbe tener conto del rischio sistematico dell'attività, risulta evidente che tale assunto è vero solo nel caso in cui non vi siano significative divaricazioni tra il livello dei flussi di cassa futuri attesi dagli investitori e quelli assunti nelle determinazioni tariffarie, ovvero nel caso in cui il tasso di attualizzazione utilizzato dagli investitori per scontare tali flussi di cassa futuri sia significativamente diverso dal tasso di remunerazione del capitale proprio fissato ai fini regolatori. In relazione ai flussi di cassa futuri attesi, divaricazioni tra il valore di mercato e il valore regolatorio degli *asset* possono derivare, per esempio, da maggiori efficienze conseguite dalle imprese rispetto a quelle assunte ai fini delle determinazioni tariffarie.
- 10.2 Tali considerazioni, sul piano teorico, potrebbero assumere importanza in relazione alle tematiche della fissazione e dell'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito soprattutto in periodi di turbolenza nei mercati finanziari, quando le oscillazioni dei rendimenti sono più rilevanti e, di conseguenza, il livello del costo opportunità del capitale è soggetto a variazioni, anche repentine e considerevoli. Peraltro tali considerazioni, di tipo teorico, devono essere poi valutate alla luce dell'esigenza di stabilità della regolazione. Deve inoltre essere necessariamente valutata la fattibilità

sul piano pratico delle soluzioni da adottare. In concreto le ipotesi di aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio sono illustrate nel capitolo 14.

Spunti per la consultazione

S3. Considerazioni sulle relazioni tra valore di mercato e valore regolatorio degli *asset* come informazioni utili ai fini dell'impostazione della metodologia di determinazione e aggiornamento del tasso di rendimento del capitale investito ai fini regolatori.

11 L'ipotesi di *split* del costo del capitale

- 11.1 In relazione al problema del regolatore di individuare un livello adeguato del tasso di remunerazione del capitale investito, richiamato nel capitolo 7, è stata teorizzata l'ipotesi di prevedere uno *split* del costo del capitale⁷, con rendimenti tendenzialmente fondati sul costo del debito per la remunerazione degli investimenti già realizzati (c.d. *sunk cost*) e rendimenti tendenzialmente riferiti al costo dell'*equity* per la manutenzione degli *asset* esistenti e per la gestione dell'espansione di capacità prima che l'investimento sia sostenuto e diventi pertanto un *sunk cost*.
- 11.2 Sul piano teorico l'ipotesi dello *split* del costo del capitale dovrebbe favorire una più efficiente allocazione e compensazione del rischio. La disaggregazione del rischio dovrebbe consentire una miglior misura del rischio e potrebbe fornire più accurati segnali di prezzo al margine per le funzioni delle imprese regolate. Nella misura in cui questo rischio sia meglio definito e ci sia maggior chiarezza sull'allocazione e sulla compensazione del medesimo rischio, il sottostante costo del capitale potrebbe essere contenuto.
- 11.3 Sempre in una prospettiva di approfondimento teorico, in primo luogo si ritiene che sia necessario approfondire la tesi della differente rischiosità degli investimenti di espansione rispetto agli investimenti di sostituzione. I principali profili di rischio relativi ai nuovi investimenti possono essere identificati a partire dalla raccomandazione ACER del 27 giugno 2014 e consistono nel rischio di sfioramento dei costi rispetto a quanto previsto nel progetto, nel rischio di sfioramento dei tempi rispetto a quanto previsto nel progetto e nel rischio di *stranded asset*. Tali rischi, come peraltro evidenziato

⁷ Si fa riferimento all'ipotesi avanzata dal prof. Helm della Oxford University. Si veda, in particolare, D. Helm (2009), "*Utility Regulation, the RAB, and the Cost of Capital*", Competition Commission Spring Lecture, Maggio 2009.

nella deliberazione 18 settembre 2014, 446/2014/R/COM, con la quale sono stati definiti i criteri e le metodologie per la valutazione degli investimenti infrastrutturali e per il riconoscimento di incentivi in relazione ai rischi più elevati affrontati da progetti infrastrutturali di interesse comune nei settori dell'elettricità e del gas naturale, risultano coperti, nell'attuale contesto dei settori elettrico e del gas, dalla regolazione tariffaria.

- 11.4 Si ritiene debbano essere meglio analizzate le implicazioni teoriche anche del fatto che tutti gli investimenti, una volta effettuati, risultano *sunk* e, pertanto, in linea di principio anche il nuovo investimento una volta effettuato dovrebbe essere trattato come gli investimenti esistenti.
- 11.5 Sul piano delle esperienze regolatorie, non risulta che tale ipotesi sia stata in concreto implementata nella regolazione tariffaria delle infrastrutture, anche se si possono individuare diverse esperienze di differenziazione dei tassi di remunerazione adottati. L'ipotesi dello *split* del costo del capitale è stata discussa dalla *Queensland Competition Authority* in un documento per la consultazione dell'aprile 2013⁸ circa la regolazione economica dei servizi infrastrutturali in Australia. La soluzione concreta discussa nel documento implicherebbe, di fatto, un diverso tasso di remunerazione, differenziando tra capitale esistente, investimenti di sostituzione e nuovi investimenti di espansione. In un successivo *information paper* del febbraio 2014 la *Queensland Competition Authority* raccomanda che l'ipotesi di applicazione dello *split* del costo del capitale sia analizzata ulteriormente in occasione delle revisioni tariffarie. In un *position paper* dell'agosto 2014⁹ la stessa *Queensland Competition Authority* dichiara di ritenere necessari ulteriori approfondimenti al fine di valutare se l'ipotesi dello *split* sia effettivamente desiderabile e fattibile.
- 11.6 L'Autorità ritiene l'ipotesi dello *split* del costo del capitale richieda ulteriori approfondimenti anche in coerenza con gli sviluppi delle *best practice* regolatorie internazionali. L'Autorità ritiene in ogni caso opportuno valutare con attenzione alcune delle istanze che stanno alla base dell'ipotesi dello *split* del costo del capitale.
- 11.7 Tali istanze consistono, da un lato, nell'esigenza di comprimere le potenziali rendite che possono derivare dall'utilizzo di un unico tasso di remunerazione, che spinge tipicamente all'utilizzo della leva finanziaria per conseguire *extra-profitti*, nella misura in cui non trovino giustificazione in schemi di regolazione incentivante e, dall'altro, nell'esigenza di supportare uno sviluppo infrastrutturale efficiente con strumenti che premino la *performance* e trovino fondamento nel raggiungimento di *output* e *outcome*. Del primo aspetto (riduzione dei possibili *extra-profitti*) si fa cenno nel capitolo 9 del presente

⁸ Queensland Competition Authority (2013), "*Split cost of capital*", Discussion Paper, aprile 2013.

⁹ Queensland Competition Authority (2014), "*Long-term framework for SEQ water retailers – weighted average cost of capital*", Position Paper, Agosto 2014.

documento per la consultazione. Il secondo aspetto, in linea con gli orientamenti indicati nel *Quadro strategico per il quadriennio 2018-2021* approvato con la deliberazione 15 gennaio 2015, 3/2015/A, relativamente al settore elettrico, è stato prefigurato nel documento per la consultazione 15 gennaio 2015, 5/2015/R/EEL.

Spunti per la consultazione

S4. Osservazioni sull'ipotesi di adozione di logiche basate sullo *split* del costo del capitale.

12 Nozione di periodo regolatorio del tasso di remunerazione

- 12.1 Indipendente dalle soluzioni alternative sopra discusse in relazione alla fissazione del tasso di remunerazione, in merito a tale aspetto fondamentale della regolazione economica, l'Autorità intende introdurre la nozione di *periodo regolatorio del tasso di remunerazione*, da intendersi come il periodo nel quale vigono i livelli dei parametri base del tasso di remunerazione del capitale investito validi per tutti i servizi regolati dei settori elettrico e gas, esclusi quindi i parametri specifici relativi al singolo servizio, identificati nel parametro β e nel rapporto tra capitale di debito e capitale proprio D/E, di norma oggetto di valutazione e discussione in sede di revisione del periodo regolatorio tariffario.
- 12.2 L'Autorità è orientata a prevedere che il *periodo regolatorio del tasso di remunerazione* abbia durata di sei anni, in ragione di esigenze di stabilità e certezza del quadro regolatorio. Si rinvia ai successivi capitoli per la discussione di possibili meccanismi di aggiornamento infra-periodo.
- 12.3 I *periodi regolatori del tasso di remunerazione* si sovrappongono ai *periodi regolatori tariffari*, definiti per i singoli servizi regolati dei settori elettrico e gas. Pertanto, le determinazioni tariffarie assunte nell'ambito dei *periodi regolatori tariffari* dovranno essere aggiornate in corso di periodo per tener conto delle variazioni dei parametri base del tasso di remunerazione del capitale investito, secondo la disciplina che verrà definita per il *periodo regolatorio del tasso di remunerazione*.

Spunti per la consultazione

- S5. Osservazioni sulla durata del *periodo regolatorio del tasso di remunerazione*.
- S6. Osservazioni circa i parametri da individuare come specifici di settore.

**PARTE III – PRIMI ORIENTAMENTI AI FINI DELLA DEFINIZIONE DEI
PARAMETRI PER LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI
REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO**

13 Il tasso di remunerazione del capitale proprio (*equity*)

13.1 Per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio, nella deliberazione 597/2014/R/COM l’Autorità ha stabilito, in continuità con i periodi regolatori precedenti, di fondare le proprie determinazioni sul *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

13.2 Secondo l’impostazione del *CAPM*, il rendimento atteso dell’investimento in una attività *i* è determinato come:

$$K_e = RF + \beta_i \cdot ERP$$

dove:

- a) *RF* è il tasso di rendimento di attività prive di rischio;
- b) β_i è la misura del rischio sistematico, e quindi non diversificabile, di un’attività;
- c) *ERP* è il premio per il rischio di mercato, ovvero il premio, rispetto al rendimento di attività prive di rischio, che gli investitori richiedono per detenere attività con rischio pari a quello medio di mercato.

13.3 L’Autorità, alla luce delle condizioni rilevate nei mercati finanziari a partire dalla crisi finanziaria del 2008, che hanno portato a forti differenziazioni dei tassi di rendimento dei titoli di Stato dell’Eurozona e a rilevanti variazioni dei differenziali tra paesi nel tempo, ritiene opportuno valutare l’ipotesi di rivedere la propria impostazione per la determinazione del tasso di rendimento da riconoscere al capitale proprio (K_e).

13.4 In particolare, l’Autorità intende adottare un approccio che, da un lato, consenta di migliorare la trasparenza dell’impianto metodologico e, dall’altro, consenta di catturare meglio i fenomeni che incidono sui livelli del costo del capitale proprio.

13.5 Queste considerazioni si sostanziano nell’introduzione di un ulteriore addendo nella formula di calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio, destinato a riflettere il premio che gli investitori richiedono per gli investimenti in paesi con *rating* medio-basso, denominabile come premio per il rischio paese (*Country Risk Premium, CRP*) e nel contestuale scorporo di tali elementi dalla componente *RF*, che viene ricondotta a riferimenti più

consoni alla definizione di tasso di rendimento di attività prive di rischio. Di fatto ciò implica la definizione delle componenti *RF* e *ERP* in condizioni di mercato “normali”, assumendo non vi sia un impatto su tali componenti riconducibile al rischio paese.

Spunti per la consultazione

S7. Osservazioni sull’ipotesi di introdurre un addendo relativo al rischio paese nella formula per il calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio.

Il tasso di rendimento delle attività prive di rischio

- 13.6 In relazione all’ipotesi di introdurre una specifica componente che cattura il premio richiesto dagli investitori per il rischio paese, l’Autorità è orientata a fissare il valore del tasso di rendimento delle attività prive di rischio in funzione dei tassi di rendimento di titoli di Stato emessi da paesi con *rating* alto, che meglio sono in grado di approssimare la nozione di attività priva di rischio. In particolare, nell’ambito dell’Eurozona, potrebbero presentare queste caratteristiche i titoli emessi da Germania, Paesi Bassi, Francia e Belgio, con valutazione attualmente pari o superiore ad “AA”.
- 13.7 Sul piano teorico, il riferimento appropriato per l’individuazione del tasso di rendimento atteso di attività prive di rischio in ottica *forward-looking* dovrebbe essere il rendimento *spot*. Attualmente i rendimenti nominali *spot* dei titoli di Stato decennali emessi da Germania, Paesi Bassi, Francia e Belgio risultano compresi in un intervallo tra 0,3% e 0,5%¹⁰. Considerando che l’inflazione attesa nei prossimi dieci anni può essere ragionevolmente stimata pari a 1,7%¹¹, ne risulterebbe un tasso di rendimento reale inferiore a zero.

¹⁰ Come evidenziato nel Bollettino Economico della BCE n. 3/2015, “*I tassi di interesse nell’area dell’euro hanno raggiunto nuovi minimi storici dopo che l’Eurosistema ha dato avvio agli acquisti nell’ambito del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) il 9 marzo. Nei primi giorni del programma, il calo dei tassi è stato significativo e generalizzato in termini di scadenze nella maggior parte dei paesi. Nell’arco del periodo in rassegna, dal 5 marzo al 14 aprile, tutti i paesi (eccetto la Grecia) hanno registrato una flessione dei rendimenti dei titoli pubblici, in particolare i paesi con rating più elevato. Il rendimento medio sulle obbligazioni sovrane a dieci anni dell’area dell’euro si è ridotto di 14 punti base, collocandosi allo 0,8 per cento circa alla fine del periodo in esame. Cali significativi sulle scadenze più lunghe hanno determinato un ulteriore appiattimento delle curve dei rendimenti sovrani in tutta l’area dell’euro.*”

¹¹ Secondo quanto riportato nel Bollettino Economico della BCE n. 3/2015, dalla metà di gennaio 2015 sia le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati finanziari sia quelle basate sulle indagini hanno recuperato rispetto ai loro livelli minimi. Secondo la *Survey of Professional Forecasters* (SPF) l’inflazione media attesa per il 2019 si collocherebbe all’1,8 per cento.

- 13.8 Il tasso di rendimento di 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. Dal momento che un tasso di interesse reale negativo implica 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.
- 13.9 Dal punto di vista regolatorio l'adozione di tassi di rendimento reali per la attività prive di rischio negativi potrebbe riverberarsi in problemi di sotto-investimento, con conseguenze indesiderabili in termini di qualità del servizio e di protezione degli interessi degli utenti.
- 13.10 Inoltre, considerazioni connesse alla stabilità tariffaria potrebbero suggerire l'uso di una certa prudenza nell'interpretazione di dati di mercato che presentano una certa volatilità ed hanno un impatto rilevante nella determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito.
- 13.11 In relazione a tali aspetti, potrebbe rendersi necessario optare per una soluzione di *second best*, prendendo in considerazione l'ipotesi di assumere, ai fini regolatori, tassi di rendimento attesi reali per le attività prive di rischio non negativi, scostandosi in qualche misura dalle evidenze desumibili dall'andamento dei mercati finanziari su base *spot*.
- 13.12 Rispetto a tale assunzione, si possono ipotizzare due diverse alternative:
- a) una prima ipotesi prende a riferimento un impianto tendenzialmente *forward looking*, basato sui rendimenti *spot*, ma che, tenendo conto dell'attuale situazione di tassi negativi (come detto, fortemente condizionati dalle straordinarie misure espansive della BCE), prevede un correttivo, con fissazione del tasso di rendimento atteso reale per le attività prive di rischio a un livello minimo, ma superiore a zero (0,5%, in considerazione degli arrotondamenti), coerentemente con le osservazioni sviluppate al precedente paragrafo 13.8;
 - b) una seconda ipotesi prevede invece uno scostamento più marcato rispetto all'utilizzo di rendimenti *spot* e si focalizza sull'aspettativa di un ritorno a livelli di rendimento ritenuti "normali" nel passato. In questa seconda ipotesi il tasso di rendimento atteso reale per le attività prive di rischio è fissato ad un livello ritenuto "normale", come desumibile dagli andamenti dei mercati nell'Eurozona prima della crisi del 2008. Questo secondo approccio porterebbe a definire il tasso di rendimento atteso reale per le attività prive di rischio ad un livello vicino all'1,5%.

Spunti per la consultazione

- S8. Osservazioni sulle ipotesi per la fissazione del tasso di rendimento atteso reale delle attività prive di rischio.
- S9. Considerazioni su pro e contro della scelta di logiche maggiormente *forward looking* ovvero di logiche fondate sull'individuazione di un rendimento "normale".

Il premio per il rischio di mercato

- 13.13 Le forti variazioni rilevate nei mercati finanziari a partire dalla crisi finanziaria del 2008 e le evidenze dei riflessi di tali variazioni sui livelli del tasso di rendimento delle attività prive di rischio e del premio per il rischio di mercato, a cui si è fatto cenno nel capitolo 6, combinate con l'esigenza che il tasso di remunerazione del capitale proprio adottato ai fini regolatori rifletta livelli del costo opportunità del capitale coerenti con quelli rilevati nei medesimi mercati finanziari, rendono necessarie alcune ulteriori riflessioni metodologiche per la determinazione e per l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio.
- 13.14 Il regolatore si trova a fissare *ex ante* il tasso di remunerazione del capitale proprio per un certo periodo di tempo. In linea teorica, il regolatore potrebbe fare riferimento alle migliori valutazioni *forward-looking*, riferibili al periodo in cui le sue decisioni avranno efficacia, sulla base delle informazioni disponibili nel momento in cui assume le decisioni.
- 13.15 Questa soluzione, che sotto il profilo teorico appare ottimale, presenta però alcuni problemi sul piano pratico, *in primis* connesse all'individuazione delle migliori valutazioni *forward-looking*. Una soluzione *forward-looking* per la stima del premio per il rischio di mercato potrebbe fondarsi sul *dividend growth model*¹², sulla base dei quali i valori delle azioni sono stimati in funzione dei dividendi attuali e ipotizzando che il dividendo per azione aumenti perpetuamente ad un tasso costante.
- 13.16 Tale approccio, considerata l'esigenza per il regolatore di adottare metodologie trasparenti e fondate, per quanto possibile, su *set* di dati pubblici e identificabili, non appare di facile implementazione e non risulta peraltro che sia adottato nella prassi corrente della regolazione internazionale, se non come misura di confronto rispetto a stime fondate su dati storici.
- 13.17 L'Autorità ritiene opportuno valutare la possibilità di adottare, per la stima del premio per il rischio di mercato, soluzioni basate su dati storici che risultino

¹² Si veda, ad esempio, il *Cornell dividend growth model*, che rappresenta una variante di tale modello, dove il rendimento di mercato è il tasso che consente di riconciliare il valore del portafoglio di mercato con il *present value* del flusso futuro atteso dei dividendi.

implementabili sul piano pratico. In questa prospettiva, l’Autorità intende esaminare due diverse opzioni:

- una prima opzione, coerente con le impostazioni adottate nei periodi regolatori precedenti, prevede che il premio per il rischio mercato sia fissato sulla base di evidenze storiche di lungo periodo e non dipenda dal livello del tasso di remunerazione delle attività prive di rischio utilizzato ai fini regolatori. Nel corso del periodo regolatorio potrebbero essere introdotti meccanismi di aggiornamento del livello del tasso reale di rendimento delle attività prive di rischio, mentre il livello del premio per il rischio di mercato rimarrebbe immutato;
- una seconda opzione, in discontinuità con la prassi adottata nei precedenti periodi regolatori, si fonderebbe sull’individuazione di un tasso di rendimento reale totale di mercato sulla base di evidenze storiche di lungo periodo. Il premio per il rischio di mercato sarebbe determinato come differenza tra tale tasso e il tasso di rendimento delle attività prive di rischio assunto ai fini regolatori. In questa seconda ipotesi non sarebbero previsti aggiornamenti in corso di periodo del tasso di rendimento delle attività prive di rischio.

13.18 La prima opzione risulta in sostanziale continuità con la prassi adottata nei periodi regolatori precedenti. L’Autorità procederebbe a valutare il premio per il rischio di mercato sulla base di medie storiche di lungo periodo, tenendo conto del fatto che il livello del premio per il rischio di mercato sarebbe riferito ai paesi dell’Eurozona i cui titoli di Stato hanno un *credit rating* elevato, esclusa la Germania, i cui dati storici risultano in qualche modo anomali¹³. L’Autorità, in particolare, intenderebbe calcolare il premio per il rischio di mercato come differenza tra il tasso di rendimento reale totale medio del periodo 1900-2014 e il tasso di rendimento reale medio delle attività prive di rischio calcolato per il medesimo periodo. L’Autorità è orientata a dare continuità all’approccio utilizzato in passato, fondato sull’utilizzo di medie geometriche¹⁴, ma intende effettuare approfondimenti teorici al fine di valutare l’eventuale ipotesi di superamento di tale impostazione a favore dell’uso di medie aritmetiche.

13.19 Nella seconda opzione, come anticipato, l’Autorità procederebbe a determinare il livello del premio per il rischio di mercato come differenza tra un tasso di remunerazione reale “normale” di mercato, fissato pari al tasso di rendimento reale totale medio del periodo 1900-2014, e il tasso di rendimento reale delle attività prive di rischio assunto ai fini delle determinazioni tariffarie.

¹³ Il mercato azionario tedesco è infatti stato caratterizzato da forti perdite durante le due guerre mondiali e da fenomeni di *iper*-inflazione nel 1922-1923, per poi esibire guadagni senza precedenti negli anni ‘40 e negli anni ‘50.

¹⁴ La media geometrica di n termini è pari alla radice n -esima del prodotto degli n valori.

- 13.20 Questo approccio consente, da un lato, di sterilizzare gli effetti delle scelte sul tasso di rendimento reale delle attività prive di rischio illustrate nei paragrafi precedenti, caratterizzate da un certo grado di arbitrarietà, e, dall'altro, di ancorare i tassi di remunerazione del capitale investito a grandezze relativamente stabili nel tempo.
- 13.21 Anche in questa seconda ipotesi, ai fini della stima del tasso di remunerazione reale "normale" di mercato, l'Autorità è orientata a considerare i rendimenti osservati in Europa in un periodo di tempo molto lungo, che si estende dagli inizi del novecento fino ai giorni nostri, escludendo i periodi bellici e di crisi e i dati relativi alla Germania, che risultano in qualche misura anomali, in prima analisi sulla base di medie geometriche.

Spunti per la consultazione

S10. Osservazioni sulle ipotesi per la determinazione del premio per il rischio di mercato.

Il Country Risk Premium (CRP)

- 13.22 Il *Country Risk Premium* riflette il rischio connesso al fatto di investire in un'impresa operante in un determinato paese in luogo di investire in un'impresa identica operante nel mercato domestico.
- 13.23 I differenziali di *rating* tra i diversi paesi vanno infatti ad incidere, pur in diversa misura, anche sul *rating* delle imprese che vi operano. Ci si deve pertanto attendere che gli investitori richiedano un premio non solo per investimenti nei titoli del debito pubblico, ma anche per investimenti azionari e obbligazionari delle società di diritto privato, comprese le imprese che operano in settori regolati.
- 13.24 In relazione alle imprese regolate, il *CRP* può incidere sia sul costo del debito, sia sul costo del capitale proprio.
- 13.25 Il *CRP* può interessare il costo del debito, andando a incidere sul rischio di credito delle imprese regolate, il cui *rating* è in qualche modo legato al *rating* del paese in cui opera l'impresa.
- 13.26 Il *CRP* può anche incidere sul costo del capitale proprio, attraverso un aumento della volatilità dei ritorni e un incremento del *downside risk*.
- 13.27 Il premio addizionale richiesto dagli investitori è funzione del grado di non diversificabilità del rischio paese, determinato da flussi internazionali di capitale "imperfetti", in presenza di una propensione degli investitori ad investire nei mercati domestici (c.d. *home-bias*), e dall'esistenza di una

correlazione crescente tra l'andamento delle economie nazionali e l'andamento dei mercati azionari.

- 13.28 La stima del *CRP* da considerare ai fini regolatori può essere effettuata seguendo differenti approcci, alcuni basati sull'analisi dei mercati dei titoli di Stato e dei mercati obbligazionari, altri basati sullo studio dei mercati azionari.
- 13.29 Un primo approccio consiste nell'ipotizzare che il premio addizionale legato al rischio paese possa essere approssimato dal *default premium* richiesto dagli investitori per detenere titoli di Stato o obbligazioni in Italia. In quest'ultimo caso il premio addizionale è stimato 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. Le prime evidenze desumibili dai mercati obbligazionari relativi alle *utility* indicano che il *CRP* potrebbe essere stimato almeno pari a 0,5%.
- 13.30 Un secondo approccio prevede di assumere che il premio addizionale sia legato alle differenze nel grado di volatilità dei mercati azionari nazionali. 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%. Peraltro, dalle analisi effettuate emergono elementi che fanno ritenere che il premio richiesto dagli investitori in azioni di *utility* sia inferiore rispetto a premio richiesto in media per il mercato azionario.
- 13.31 In sintesi, sulla base delle prime analisi effettuate, si ritiene plausibile nell'attuale contesto una misura del *CRP* compresa tra lo 0,5% e l'1%.

Spunti per la consultazione

S11. Osservazioni sulle ipotesi per la determinazione del premio per il rischio paese.

Il coefficiente beta

- 13.32 Come indicato nella deliberazione 597/2014/R/COM, la stima del parametro β viene effettuata distintamente per singolo servizio regolato.
- 13.33 In questo contesto vengono fornite alcune indicazioni metodologiche sulle modalità che l'Autorità ipotizza di adottare per la stima del parametro nei singoli settori, anche in relazione alla generale revisione della metodologia di determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito. Tale stima sarà effettuata per singolo servizio in occasione della fissazione delle regole per ciascun periodo regolatorio.

- 13.34 In coerenza con l'orientamento descritto nei paragrafi 7.1 e seguenti per la determinazione del costo del capitale proprio, che prevede il riferimento sia ai fini della stima del tasso di remunerazione delle attività prive di rischio, sia ai fini della determinazione del premio per il rischio di mercato, a evidenze desumibili dai mercati finanziari dei paesi dell'Eurozona con *rating* elevato, l'Autorità ritiene opportuno che anche ai fini della stima del parametro β si considerino dati che, almeno in qualche misura, riflettano le condizioni di tali paesi.
- 13.35 In linea generale, ai fini della stima del parametro β , anche se sul piano concettuale sarebbe necessario effettuare valutazioni prospettiche in merito all'evoluzione nel tempo del rischio sistematico, sembra ragionevole utilizzare dati storici relativi a orizzonti temporali biennali. Ciò consente peraltro di limitare gli spazi di discrezionalità nella definizione del parametro, facendo riferimento a dati relativi ad un periodo statisticamente rilevante e al tempo stesso sufficientemente prossimo rispetto al momento nel quale viene fissato il valore del parametro ai fini regolatori.
- 13.36 Un aspetto cruciale nella determinazione del parametro risiede nella definizione del campione di imprese quotate da considerare, anche alla luce della difficoltà di individuare società che svolgano esclusivamente attività regolate nei settori di interesse.
- 13.37 Su queste basi, è opportuno evidenziare che la stima del parametro β non è un processo che può essere considerato del tutto deterministico, ma implica una valutazione di coerenza rispetto al contesto generale da parte del regolatore.
- 13.38 Ai fini del calcolo del β *levered*, rilevante ai fini della determinazione del costo del capitale proprio, l'Autorità è orientata a utilizzare la formula di Modigliani-Miller in una versione semplificata, che non considera il β del debito, in continuità metodologica con i precedenti periodi regolatori. In particolare, la formula che lega il parametro *levered* al parametro *unlevered*, depurato dalla componente di rischio finanziario, è la seguente:

$$\beta_{attività} = \frac{\beta_{levered}}{1 + (1 - t_c) \cdot \frac{D}{E}}$$

dove i parametri assumono il medesimo significato illustrato al paragrafo 9.1.

Spunti per la consultazione

S12. Osservazioni sull'approccio indicato per la stima del parametro β .

14 Aggiornamento infra-periodo del tasso di remunerazione del capitale proprio

- 14.1 Gli approcci descritti nel capitolo 13 per la fissazione dei livelli del tasso di rendimento del capitale proprio fanno in generale riferimento a tassi espressi in termini reali e sterilizzano l'effetto dell'inflazione, che nell'ambito dei riconoscimenti tariffari viene considerata mediante una rivalutazione del capitale investito.
- 14.2 Le due opzioni individuate per la stima del *premio per il rischio di mercato* conducono alla necessità di sviluppare due ipotesi alternative anche in relazione alle modalità di aggiornamento infra-periodo del tasso di remunerazione del capitale investito.
- 14.3 In particolare, nel caso in cui si opti per la seconda delle ipotesi, fondata sull'individuazione di un tasso di rendimento reale totale di mercato sulla base di evidenze storiche di lungo periodo, l'unico elemento nella determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio che riflette condizioni congiunturali e che pertanto potrebbe giustificare aggiornamenti all'interno del *periodo regolatorio del tasso di remunerazione* è il *Country Risk Premium*.
- 14.4 In tale ipotesi, per l'eventuale aggiornamento infra-periodo del *Country Risk Premium* l'Autorità è orientata a valutare due diverse modalità, da applicare con cadenza biennale:
- applicazione di una logica di tipo *trigger*, ovvero di attivazione dell'aggiornamento solo a condizione che ricorrano determinate condizioni;
 - previsione di un meccanismo di *indicizzazione*.
- 14.5 La logica di tipo *trigger* potrebbe prevedere l'utilizzo, come riferimento, del tasso di rendimento medio lordo biennale del BTP decennale *benchmark* rilevato dalla Banca d'Italia. Qualora la variazione rispetto al biennio precedente superi la soglia di variazione prefissata, l'Autorità procederebbe ad una nuova stima del *Country Risk Premium*, sulla base di un approccio analogo a quello adottato in sede di prima definizione del parametro.
- 14.6 Nell'ipotesi alternativa si potrebbe prevedere l'*indicizzazione* del *Country Risk Premium* allo *spread* tra il tasso di rendimento del BTP decennale

benchmark rilevato dalla Banca d'Italia e il tasso di rendimento del *Bund* decennale emesso dalla Repubblica federale tedesca.

- 14.7 Nel caso in cui ai fini della determinazione del premio per il rischio di mercato si adottino le opzioni descritte nel capitolo 13 (cfr par. 13.12), che prevede di stimare tale parametro indipendentemente dal tasso di rendimento delle attività prive di rischio, si rende opportuno valutare l'eventuale aggiornamento, oltre che del livello del *Country Risk Premium*, anche del medesimo tasso di remunerazione delle attività prive di rischio. In questa prospettiva, si dovrebbero considerare le variazioni dei tassi reali di rendimento delle attività prive di rischio dei paesi dell'Eurozona con *credit rating* elevato. A questo scopo, essendo osservabili sui mercati solo i tassi nominali di rendimento delle attività prive di rischio ed essendo necessario deflazionare tali tassi, si rende necessario un vero e proprio *assessment* dei livelli delle aspettative di inflazione incorporate in tali tassi. Ciò non rende percorribile l'ipotesi di introduzione di meccanismi automatici di indicizzazione, mentre risulta compatibile con l'applicazione di logiche di tipo *trigger*.

Spunti per la consultazione

S13. Osservazioni sulle ipotesi di aggiornamento infra-periodo del tasso di remunerazione del capitale proprio.

15 Costo del debito

- 15.1 L'approccio adottato dall'Autorità per la stima del costo del debito nei precedenti periodi regolatori si è fondato sull'adozione di uno *spread* rispetto al tasso di rendimento riferito alle attività prive di rischio.
- 15.2 Tale approccio non risulta incompatibile con l'impostazione che potrebbe essere adottata per la stima del costo del capitale proprio, illustrata nel capitolo 13, che prevede l'introduzione di una specifica componente a copertura del rischio paese. Il costo del debito, nel nuovo contesto, potrebbe essere determinato come somma di un tasso di rendimento delle attività prive di rischio, un premio per il rischio paese e uno *spread* che riflette l'eventuale maggior rischiosità del debito delle imprese regolate rispetto ai titoli di Stato. In linea teorica, tale *spread* potrebbe essere valutato stimando il β del debito. Tale ipotesi presenta tuttavia non trascurabili difficoltà di implementazione.
- 15.3 Peraltro, il livello del costo del debito definito ai fini regolatori basato sui livelli correnti dei tassi di interesse rilevati nei mercati finanziari potrebbe

risultare non adeguato a coprire il costo effettivamente sostenuto dalle imprese, considerato che la formazione del portafoglio di debito può essere avvenuta in periodi in cui i tassi di interesse erano più elevati e che la possibilità di rinegoziare tali debiti è spesso limitata.

- 15.4 L'Autorità, alla luce di tali considerazioni, intende effettuare analisi approfondite della struttura e della stratificazione, per periodo di emissione e scadenza, del debito delle imprese regolate.
- 15.5 Inoltre, l'Autorità è orientata a calibrare il livello del costo del debito a livelli che riflettano il costo efficiente sostenuto dalle imprese per finanziare gli investimenti, comunque valutandone la sostenibilità complessiva e fornendo un chiaro incentivo a definire portafogli di debito efficienti, tenuto conto dell'effettivo andamento del mercato dei capitali comprimendo, per quanto possibile, gli spazi per il conseguimento di rendite improprie a danno dei clienti finali.
- 15.6 In coerenza con l'approccio seguito per la stima del tasso di rendimento reale delle attività prive di rischio, l'Autorità intende procedere a deflazionare il costo del debito sulla base di livelli dei tassi di inflazione coerenti con la stratificazione del debito medesimo per periodo di emissione.

Spunti per la consultazione

S14. Osservazioni sull'approccio indicato per la stima del costo del debito.

16 Aggiornamento del costo del debito

- 16.1 Con riferimento al costo del debito l'Autorità intende valutare l'ipotesi di prevedere un aggiornamento della componente del costo reale del debito che riflette il *Country Risk Premium* con logiche analoghe a quelle previste per l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale proprio, illustrate nel capitolo 14.

Spunti per la consultazione

S15. Osservazioni sull'approccio indicato per l'aggiornamento del costo del debito.

17 Il tasso di inflazione

- 17.1 Come evidenziato nei precedenti capitoli, l'Autorità è orientata a 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.
- 17.2 L'approccio di cui l'Autorità prospetta l'adozione, basato sulla definizione di tassi reali, appare adeguato sul piano metodologico, in quanto il livello del tasso di inflazione utilizzato per la determinazione dei tassi reali viene stimato sulla base dei livelli di inflazione implicitamente incorporati nei tassi nominali di riferimento.

Spunti per la consultazione

S16. Osservazioni sull'approccio generale relativo al trattamento dell'inflazione.

18 Peso del capitale proprio e del capitale di debito

- 18.1 I livelli del peso del capitale proprio e del capitale di debito sul capitale investito adottato per i servizi regolati dei settori dell'energia elettrica e del gas, in coerenza con quanto indicato nella deliberazione 597/2014/R/COM, verranno fissati distintamente per ciascun servizio regolato all'inizio dei rispettivi periodi regolatori tariffari.
- 18.2 Da confronti delle prassi regolatorie nei principali paesi europei sembra emergere che la leva finanziaria (peso del capitale di debito sul capitale

investito, *gearing*) adottata dall'Autorità risulta inferiore a quella utilizzata dagli altri regolatori europei. L'Autorità aveva generalmente adottato logiche prudenziali nella fissazione del *gearing*, per evitare uno sfruttamento eccessivo della leva finanziaria, anche in considerazione degli effetti che un eventuale aumento della rischiosità avrebbe potuto produrre in termini di aumento del livello del costo del debito nel medio termine e, di conseguenza, sul costo del servizio.

- 18.3 Nel contesto dell'attuale revisione metodologica, l'Autorità è orientata a rivedere il livello di *gearing*, tenendo conto delle osservazioni dei livelli effettivi riscontrati tra le imprese regolate, nella prospettiva di un graduale riallineamento ai valori medi adottati dagli altri regolatori. E' evidente che i percorsi di ottimizzazione del finanziamento degli investimenti devono essere supportati da schemi di regolazione incentivante. Se il regolatore, con l'obiettivo di estrarre rendite, aggiusta costantemente il livello dei pesi relativi al capitale proprio e al capitale di debito utilizzati per tener conto dei livelli effettivi depotenzia l'incentivo a un finanziamento efficiente delle imprese, a danno dell'economicità del servizio. L'Autorità ritiene necessario che, nel contesto del patto regolatorio, siano resi chiari i termini per le periodiche revisioni dei pesi utilizzati.

Spunti per la consultazione

- S17. Osservazioni sull'approccio per la fissazione del livello di *gearing*.
- S18. Considerazioni sul riferimento di capitale proprio (contabile o regolatorio) da utilizzare nella valutazione del *gearing* effettivo delle imprese.
- S19. Considerazioni sull'opportunità di prevedere che anche il costo del debito sia differenziato tra i servizi regolati.
- S20. Valutazioni circa l'opportunità di rivedere contemporaneamente, in prima attuazione, il livello di *gearing* di tutti i settori regolati, sia del settore elettrico che del settore gas.

19 Livello di tassazione

- 19.1 L'Autorità non ritiene che sussistano ragioni per differenziare tra i diversi servizi regolati dei settori dell'energia elettrica e del gas i livelli dei parametri che riflettono il livello di tassazione utilizzati nella determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito.

- 19.2 In relazione al livello di tassazione, l’Autorità, in generale, intende adottare criteri e metodologie coerenti con quelli adottati nei precedenti periodi regolatori.
- 19.3 Pertanto, l’Autorità procederà ad effettuare specifiche analisi sull’incidenza della tassazione, tenendo conto dell’evoluzione del quadro normativo.
- 19.4 L’Autorità intende valutare la possibilità di prevedere aggiornamenti infra-periodo dei parametri fiscali utilizzati per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito. In linea di principio, le tasse potrebbero essere considerate un costo passante e pertanto potrebbe essere opportuno prevedere un aggiornamento periodico dei parametri ad esse relativi.
- 19.5 L’Autorità intende anche valutare l’ipotesi di una migrazione verso modalità di determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito basate su logiche *post tasse*, diffuse negli approcci regolatori di matrice anglo-sassone.

Spunti per la consultazione

S21. Osservazioni sull’approccio per la fissazione del livello di tassazione.

S22. Osservazioni sull’ipotesi di definire il tasso di remunerazione del capitale investito come tasso *post tasse*.

PARTE IV – TEMPISTICHE PER IL RIALLINEAMENTO DEI TASSI DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO

20 Tempistica di conclusione del procedimento e scadenze per gli aggiornamenti tariffari

20.1 Come ricordato nella parte di motivazione della deliberazione 597/2014/R/COM, per i servizi regolati del settore elettrico è previsto che nell'ambito del procedimento avviato con la deliberazione 483/2014/R/EEL si proceda alla determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito da applicare a partire dall'anno 2016, mentre, per i servizi regolati del settore gas, decorrono dall'anno 2016 gli aggiornamenti del tasso di remunerazione del capitale investito previsti dalle singole discipline:

- l'articolo 12, della RTRG¹⁵ prevede che il tasso di remunerazione del capitale investito sia aggiornato entro il 30 aprile 2015, ai fini della sua applicazione a valere dall'1 gennaio 2016 e fino al 31 dicembre 2017 e, in particolare, stabilisce che l'aggiornamento sia calcolato mantenendo fissi tutti i parametri rilevanti per il calcolo del costo medio ponderato del capitale ad eccezione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, fissato pari alla media del periodo aprile 2014-marzo 2015 del rendimento lordo del BTP decennale *benchmark* rilevato dalla Banca d'Italia;
- l'articolo 19, della RTTG¹⁶ prevede che il tasso di remunerazione del capitale investito sia aggiornato entro il 15 settembre 2015, ai fini della sua applicazione a valere dal 1 gennaio 2016 fino al 31 dicembre 2017 e, in particolare, stabilisce che l'aggiornamento sia calcolato mantenendo fissi tutti i parametri rilevanti per il calcolo del costo medio ponderato del capitale ad eccezione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, fissato pari alla media del periodo settembre 2014-agosto 2015 del rendimento lordo del BTP decennale *benchmark* rilevato dalla Banca d'Italia;

¹⁵ RTRG e l'Allegato A della deliberazione dell'Autorità 8 ottobre 2013, 438/2013/R/GAS, 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.

¹⁶ RTTG è l'Allegato A della deliberazione dell'Autorità 14 novembre 2013, 514/2013/R/GAS, 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.

- l'articolo 10, della RTDG¹⁷ prevede che il tasso di remunerazione del capitale investito sia aggiornato entro il 30 novembre 2015, ai fini dell'applicazione nel biennio 2016-2017 e, in particolare, stabilisce che ai fini dell'aggiornamento l'Autorità proceda all'adeguamento del solo tasso di rendimento delle attività prive di rischio fissato pari alla media dei rendimenti lordi del BTP decennale *benchmark* rilevato dalla Banca d'Italia con riferimento al periodo novembre 2014-ottobre 2015;
- l'articolo 6, della RTSG¹⁸ prevede che il tasso di remunerazione del capitale investito sia aggiornato ai fini dell'applicazione per la determinazione dei ricavi per l'anno 2016 e, in particolare, stabilisce che l'aggiornamento sia calcolato mantenendo fissi tutti i parametri rilevanti per il calcolo del costo medio ponderato del capitale ad eccezione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio, fissato pari alla media del periodo settembre 2014-agosto 2015 del rendimento lordo del *BTP* decennale *benchmark* rilevato dalla Banca d'Italia¹⁹.

20.2 Il quadro delle scadenze illustrato nel precedente paragrafo 20.1, come già indicato nella deliberazione 597/2014/R/COM, pone le premesse per l'unificazione dei criteri e delle metodologie per la determinazione e l'aggiornamento dei tassi di remunerazione del capitale investito per i servizi regolati dei settori elettrico e gas.

20.3 Dal momento che è ragionevole prevedere che il procedimento avviato con la deliberazione 597/2014/R/COM si concluda entro il mese di novembre 2015 e in ragione del fatto che le scadenze relative agli aggiornamenti tariffari annuali per alcuni servizi sono anteriori a tale data, si rende necessaria l'individuazione di specifiche soluzioni di raccordo.

20.4 Per i servizi di trasmissione, distribuzione e misura dell'energia elettrica i nuovi livelli del tasso di remunerazione del capitale investito saranno utilizzati per le determinazioni tariffarie che avranno decorrenza per l'anno 2016 e che dovranno essere adottate nel mese di dicembre 2015. Per tali servizi non emergono pertanto esigenze specifiche di raccordo.

¹⁷ RTDG è l'Allegato A della deliberazione dell'Autorità 24 luglio 2014, 367/2014/R/GAS, recante *Regolazione delle tariffe dei servizi di distribuzione e misura del gas per il periodo di regolazione 2014-2019*, come successivamente modificato e integrato.

¹⁸ RTSG è l'Allegato A della deliberazione dell'Autorità 30 ottobre 2014, 531/2014/R/GAS (di seguito: deliberazione 531/2014/R/GAS), recante *Regolazione delle tariffe per il servizio di stoccaggio del gas naturale per il periodo di regolazione 2015-2018*, come successivamente modificato e integrato.

¹⁹ Come evidenziato nella parte di motivazione della deliberazione 531/2014/R/GAS, le disposizioni contenute nella RTSG sono state fissate in continuità con quanto previsto per i servizi regolati dei settori elettrico e gas. La scadenza prevista dalla RTSG per l'aggiornamento del WACC infra-periodo è stata fissata in modo da allinearla temporalmente con gli aggiornamenti già previsti per l'anno 2016 per gli altri servizi infrastrutturali.

- 20.5 Anche per i servizi di distribuzione e misura del gas le tempistiche previste per la conclusione del procedimento avviato con la deliberazione 597/2014/R/COM sono compatibili le scadenze per gli aggiornamenti tariffari annuali delle tariffe.
- 20.6 Le tempistiche di aggiornamento tariffario dei servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, trasporto e stoccaggio del gas naturale non appaiono invece compatibili con le tempistiche di chiusura del procedimento avviato con la deliberazione 597/2014/R/COM. Nel capitolo che segue è individuata una soluzione per la prima applicazione delle nuove disposizioni relative al tasso di remunerazione del capitale investito per tali servizi.

21 Modalità operative per l'attuazione della riforma per i servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, trasporto e stoccaggio del gas naturale

- 21.1 Alle imprese che svolgono servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, trasporto e stoccaggio del gas naturale, con lettera del Direttore della Direzione Infrastrutture *Unbundling* e Certificazione (DIUC) è stata trasmessa la modulistica per la presentazione delle proposte tariffarie. Nella comunicazione è stato precisato che restano valide le tempistiche per le presentazioni delle proposte tariffarie previste dalla regolazione vigente e che il livello del tasso di remunerazione del capitale investito riportato nella modulistica è da ritenersi puramente indicativo, nelle more della conclusione del procedimento avviato con la deliberazione 597/2014/R/COM.
- 21.2 Gli Uffici procederanno pertanto all'esame delle proposte tariffarie e provvederanno all'invio delle risultanze istruttorie entro i termini previsti. Le risultanze istruttorie saranno relative a tutti gli elementi che compongono la proposta tariffaria, ad eccezione del tasso di remunerazione del capitale investito.
- 21.3 Entro il mese di giugno 2015 l'Autorità intende adottare un provvedimento per la sospensione dei termini per il completamento dell'approvazione delle proposte tariffarie per i servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, trasporto e stoccaggio del gas naturale.
- 21.4 A valle della chiusura del procedimento avviato con la deliberazione 597/2014/R/COM, entro la prima metà del mese di dicembre 2015, l'Autorità procederà a rideterminare puntualmente, per ciascuna delle imprese interessate, i ricavi di riferimento e i corrispettivi tariffari.

Spunti per la consultazione

S23. Osservazioni sulle ipotesi operative per la prima attuazione della nuova disciplina nei servizi di rigassificazione del gas naturale liquefatto, trasporto e stoccaggio del gas naturale.