

Allegato A

**AGGIORNAMENTO DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL  
CAPITALE INVESTITO E DEL PARAMETRO *BETA ASSET* PER I  
SERVIZI INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI ELETTRICO E  
GAS,  
PER IL SUB-PERODO 2025-2027**

**ALLEGATO A  
RELAZIONE TECNICA**

## INDICE

<b>PARTE I INTRODUZIONE .....</b>	<b>3</b>
<b>1. Introduzione e sintesi del procedimento .....</b>	<b>3</b>
<b>PARTE II ORIENTAMENTI DELL'AUTORITÀ, PROCESSO DI CONSULTAZIONE E DECISIONI FINALI .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Introduzione .....</b>	<b>4</b>
<b>3. Metodologia di calcolo del parametro <i>beta</i> .....</b>	<b>4</b>
Metodologia di deleveraging .....	4
Selezione del campione – attività svolte e area geografica di attività .....	7
Selezione del campione – test di liquidità .....	10
Correzione di Blume .....	12
Frequenza delle osservazioni .....	15
Indice di mercato di riferimento .....	16
Periodo di osservazione .....	18
Modalità di calcolo della stima – media rolling vs stima spot .....	20
<b>4. Conclusioni sul parametro <i>beta</i> .....</b>	<b>21</b>
Differenziazione del beta tra settori .....	21
Valori del parametro beta .....	24
<b>5. Considerazioni sui servizi di stoccaggio e rigassificazione .....</b>	<b>28</b>
<b>6. Decorrenza e durata dei parametri di <i>beta</i> .....</b>	<b>31</b>
<b>7. Aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi per il sub-periodo 2025- 2027 .....</b>	<b>33</b>
Parametri di tassazione .....	33
Altri parametri .....	36
<b>8. Meccanismo di <i>trigger</i> .....</b>	<b>39</b>
Conferma del meccanismo di trigger per il sub-periodo 2025-2027 .....	39
<b>PARTE III AGGIORNAMENTO DEI PARAMETRI COMUNI A TUTTI I SERVIZI INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI ELETTRICO E GAS PER IL SECONDO SUB PERIODO (2025-2027) .....</b>	<b>42</b>
<b>9. Introduzione .....</b>	<b>42</b>
Tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio ( $RF^{nominal}$ ) .....	42
Forward premium (FP) .....	43
Tasso di inflazione (isr) .....	44
Inflazione attesa (ia) .....	44
Premio per il rischio paese (CRP): SPREAD e $FP^{CRP}$ .....	45
Indice iBoxx .....	46
Aggiornamento del WACC per il secondo sub-periodo (2025-2027) .....	47

## **PARTE I INTRODUZIONE**

### **1. Introduzione e sintesi del procedimento**

- 1.1 Con la deliberazione 614/2021/R/COM, l’Autorità ha approvato 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 2022-2027 (TIWACC).
- 1.2 Ai sensi del comma 9.1 della medesima deliberazione 614/2021/R/COM, l’Autorità è tenuta a rivedere i criteri di aggiornamento del parametro  $\beta^{asset}$  (*beta asset*) per tutti i servizi infrastrutturali regolati dei settori elettrico e gas e a svolgere approfondimenti in merito alla differenziazione del suddetto parametro tra i vari servizi regolati, definendone le decorrenze applicative.
- 1.3 Inoltre, il TIWACC prevede che l’Autorità sia tenuta a:
- aggiornare, per il sub-periodo 2025-2027, i parametri comuni a tutti i servizi regolati (Articolo 6);
  - valutare l’eventuale conferma del meccanismo di *trigger* per gli anni 2026 e 2027 nell’ambito del procedimento di aggiornamento dei parametri comuni per tutti i servizi di cui all’Articolo 6 del TIWACC, in funzione delle condizioni del quadro macroeconomico e della situazione congiunturale (comma 8.3).
- 1.4 Nel documento per la consultazione (di seguito: DCO) 342/2024/R/COM, l’Autorità ha esposto i propri orientamenti in merito alla definizione del parametro *beta asset*, all’aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi infrastrutturali energetici e all’eventuale conferma del meccanismo di *trigger*.
- 1.5 Nella presente Relazione tecnica vengono riportati:
- a) per ciascun orientamento presentato nel DCO 342/2024/R/COM, gli esiti delle osservazioni pervenute e le decisioni finali adottate dall’Autorità (Parte II);
  - b) i dettagli sulle modalità di aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi ai sensi dell’articolo 6 del TIWACC 2022-2027 (Parte III).

## **PARTE II**

### **ORIENTAMENTI DELL'AUTORITÀ, PROCESSO DI CONSULTAZIONE E DECISIONI FINALI**

#### **2. Introduzione**

- 2.1 Nella presente Parte II sono riportate, per ciascuna tematica oggetto di consultazione nel DCO 342/2024/R/COM:
- gli orientamenti dell'Autorità;
  - la sintesi delle osservazioni pervenute;
  - le decisioni finali adottate dall'Autorità.

#### **3. Metodologia di calcolo del parametro *beta***

##### **Metodologia di *deleveraging***

##### *Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM*

- 3.1 L'Autorità ha espresso l'orientamento di confermare l'utilizzo della formula di Hamada per il *deleveraging*, ossia una versione semplificata della formula di Modigliani-Miller che non considera il  $\beta$  del debito:

$$\beta^{unlevered} = \frac{\beta^{levered}}{\left(1 + (1 - tc) \cdot \frac{D}{E}\right)}$$

dove:

- $tc$  è l'aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari;
  - $D/E$  è il rapporto tra capitale di debito e capitale proprio.
- 3.2 Con riferimento ai parametri  $tc$  e  $D/E$ , per ciascuna impresa del campione utilizzato, in continuità con le decisioni regolatorie adottate precedentemente, l'Autorità ha espresso i seguenti orientamenti:
- rispetto al parametro  $tc$ , utilizzo dell'aliquota fiscale effettiva;
  - per il valore del debito ( $D$ ), utilizzo del debito a lungo termine;
  - per il valore dell'*equity* ( $E$ ), utilizzo del valore di libro del capitale sociale.

##### *Esito della consultazione*

- 3.3 Con riferimento alla formula di *deleveraging*, è emerso un ampio consenso per l'utilizzo della formula di Hamada.
- 3.4 Allo stesso modo, non sono emersi orientamenti contrari rispetto all'utilizzo dell'aliquota fiscale effettiva per la definizione del parametro  $tc$ , con alcuni soggetti che hanno espresso il proprio apprezzamento per quanto prospettato.
- 3.5 Per la definizione del valore del debito, diversi operatori hanno suggerito l'utilizzo del debito netto (ossia debito totale al netto della liquidità ed equivalenti della liquidità) invece del debito a lungo termine, in quanto ritengono che:

## Allegato A

- il valore del debito a lungo termine non terrebbe conto della cassa e di altre attività liquide che, specialmente per imprese con elevati livelli di liquidità, contribuirebbero a ridurre la rischiosità legata alla leva finanziaria, comportando quindi un doppio conteggio di una quota del debito;
  - il debito netto terrebbe in considerazione potenziali rifinanziamenti anticipati di debito in scadenza;
  - il debito netto sarebbe la grandezza utilizzata dalla maggior parte degli altri regolatori nazionali ed europei.
- 3.6 Inoltre, alcuni operatori hanno indicato che l'utilizzo del valore di mercato del debito sarebbe preferibile secondo la letteratura accademica e la prassi in ambito finanziario per la valutazione delle imprese. Tuttavia, gli stessi operatori hanno sottolineato come il valore di libro del debito rappresenti comunque una buona *proxy* del valore di mercato del debito.
- 3.7 Per la definizione del valore dell'*equity*, invece, non emerge una posizione univoca. Mentre gli utenti dei servizi infrastrutturali che hanno partecipato alla consultazione concordano con quanto proposto dall'Autorità, la maggior parte dei gestori dei servizi regolati (di seguito: gestori o gestori regolati) ritiene preferibile l'utilizzo della capitalizzazione di borsa invece del valore di libro del capitale sociale. In particolare, secondo questi ultimi, la capitalizzazione di mercato:
- riflettere meglio il valore corrente dell'impresa considerata, in quanto tiene conto della capacità di generare flussi di cassa futuri, degli impatti di fattori esogeni che contribuiscono a definire il rischio di una attività (ad esempio le condizioni macroeconomiche) e della sua attuale struttura finanziaria, contrariamente al valore di libro che sarebbe invece basato su costi storici e risentirebbe delle politiche contabili della società (ad esempio per quanto riguarda l'ammortamento);
  - sarebbe maggiormente coerente con una stima del *beta* basata su dati e prezzi di mercato;
  - sarebbe allineato alla prassi internazionale e coerente con la teoria finanziaria.
- 3.8 Inoltre, pur ritenendo più opportuno utilizzare la capitalizzazione di borsa, un gestore ha proposto che, qualora l'Autorità mantenesse l'utilizzo del valore di libro del capitale sociale per il *deleveraging*, questo dovrebbe essere ancorato al patrimonio netto di pertinenza e non al solo capitale sociale.
- 3.9 Infine, rispetto al possibile rischio di effetti circolari evidenziato dall'Autorità in sede di consultazione nel prendere in considerazione valori esposti alle oscillazioni di mercato, alcuni rispondenti ritengono improbabile il manifestarsi di effetti significativi legati a tale fattispecie. Nello specifico, secondo tali rispondenti:
- l'eventuale effetto sarebbe ipotetico e non materialmente percettibile;
  - il rischio di circolarità influenzerebbe solamente le imprese italiane soggette alla regolazione dell'Autorità facenti parte del campione di riferimento per la definizione del *beta*;

## Allegato A

- un aumento percentuale del valore di mercato dell'*equity* non avrebbe impatti significativi sul *gearing*, in quanto i valori di debito ed *equity* sono molto elevati per le imprese considerate.

### Decisione finale

- 3.10 Vista la generale condivisione di quanto prospettato in sede di consultazione, l'Autorità ritiene opportuno confermare l'utilizzo della formula di Hamada e dell'aliquota fiscale effettiva per il *deleveraging*.
- 3.11 Per quanto riguarda la definizione del valore del debito, pur riconoscendo che altri regolatori europei utilizzano il debito netto, l'Autorità intende confermare l'utilizzo del debito a lungo termine, calcolato sulla base del valore di libro del debito, in continuità con la metodologia vigente. Come sottolineato anche da alcuni rispondenti, l'Autorità ritiene infatti che il valore di libro del debito rappresenti anche una buona *proxy* del valore di mercato del debito. Il valore del debito netto, suggerito da alcuni rispondenti, non viene invece ritenuto sufficientemente stabile per la definizione del valore della leva finanziaria, in quanto dipendente dai flussi di cassa di breve periodo di un'impresa e quindi soggetto, potenzialmente, a significativi cambiamenti nel tempo. Inoltre, come anche evidenziato nel DCO, l'eventuale utilizzo del debito netto porterebbe comunque a valori sostanzialmente analoghi a quelli che si ottengono utilizzando il debito a lungo termine, salvo alcuni casi specifici di imprese caratterizzate da elevata liquidità.
- 3.12 Per quanto riguarda la definizione del valore dell'*equity*, alla luce delle osservazioni pervenute, l'Autorità ritiene opportuno accogliere quanto evidenziato dai gestori di rete e pertanto utilizzare la capitalizzazione di borsa invece del valore di libro del capitale sociale. Ciò anche in considerazione del fatto che l'utilizzo della capitalizzazione di mercato sia largamente raccomandato a livello accademico<sup>1</sup> e dalla prassi in materia, oltre che coerente con l'approccio adottato da altri regolatori europei.
- 3.13 In particolare, l'utilizzo di valori di mercato dell'*equity* consentirebbe di rappresentare con maggior precisione il rischio dell'impresa in funzione del valore attuale del suo capitale, tenendo conto anche delle aspettative sui flussi di cassa futuri e della struttura finanziaria. Al contrario, i valori di bilancio rappresentano valori storici, aggiornati meno frequentemente e soggetti ad aggiustamenti contabili che paiono riflettere meno puntualmente il valore corrente dell'impresa. I valori di mercato sono, inoltre, maggiormente rappresentativi della rischiosità percepita dal mercato sia in relazione a fattori endogeni, come la struttura finanziaria dell'impresa e la capacità di generare flussi di cassa sufficienti a coprire il servizio del debito, sia in relazione all'impatto di fattori esogeni, come ad esempio il ciclo economico.

---

<sup>1</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Edmans A., "Principles of Corporate Finance", 14th edition, 87-88 e 530, 2023. Ross S., Westerfield R., Jaffe J., "Corporate Finance", 10th Edition, 418, 2013.

**Selezione del campione – attività svolte e area geografica di attività**

Orientamenti dell’Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 3.14 In linea con quanto prospettato nel precedente DCO 308/2021/R/COM, l’Autorità ha previsto che il campione sia composto da imprese operanti nel settore energetico che svolgono, almeno in parte, le attività regolate oggetto di analisi, generalmente caratterizzate da una minore volatilità rispetto alle attività non regolate.
- 3.15 Nel determinare il campione relativo a ciascun servizio infrastrutturale regolato, sono state considerate le specifiche attività svolte da ciascuna impresa. Per quanto riguarda i servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl, non sono presenti imprese quotate che svolgano tali attività; pertanto, le valutazioni effettuate si sono basate su considerazioni qualitative finalizzate all’individuazione di un differenziale di rischio, discusse nel successivo capitolo 5.
- 3.16 Con riferimento all’area geografica di appartenenza, nel DCO 342/2024/R/COM l’Autorità ha inizialmente prospettato che le imprese incluse nel campione dovrebbero essere operanti in Paesi dell’area euro e altresì in Paesi con un *rating* elevato, ovvero con valutazione pari o superiore ad AA secondo la classificazione S&P. Analogamente a quanto fatto nelle analisi precedenti, al fine di disporre di un numero di osservazioni statisticamente significativo, l’Autorità ha ritenuto opportuno ampliare il campione, considerando anche imprese operanti al di fuori dell’area euro e in Paesi con *rating* inferiore.
- 3.17 Sulla base di tali considerazioni, l’Autorità ha proceduto ad individuare un primo campione di 28 imprese che svolgono attività regolate riconducibili ai servizi energetici nei mercati europei, escludendo successivamente le imprese che presentano una quota di ricavi da attività regolate inferiore al 20%, al fine di non considerare nel campione le imprese i cui ricavi non derivino prevalentemente da attività regolate. Tale livello della quota dei ricavi è stato fissato con la finalità di non escludere un numero eccessivo di imprese dal campione, nella consapevolezza che una tale soglia comporta una potenziale sovrastima del *beta* dovuta al maggior rischio tipicamente associato alle attività non regolate.
- 3.18 In seguito all’analisi sopra descritta, l’Autorità ha proceduto ad escludere dal campione originario le imprese E.ON, EnBW, Endesa, Enel, Engie, Gas Plus, Iberdrola, Naturgy e RWE; la società *multiutility* Hera, per la quale non era disponibile dai dati Bloomberg la disaggregazione tra ricavi regolati e non regolati del settore energetico, è stata mantenuta nel campione, sulla base del peso dei servizi regolati nel settore energetico e ambientale desumibile dai conti annuali separati trasmessi all’Autorità.

Esito della consultazione

- 3.19 Dalla consultazione è emerso un generale apprezzamento rispetto ai principi utilizzati per la selezione del campione, ovvero l’inclusione di imprese operanti in settori pertinenti, tenendo conto della liquidità dei titoli e della coerenza geografica. Alcuni soggetti hanno anche evidenziato come i criteri e le metriche

## Allegato A

di selezione del campione siano quelli comunemente usati nella prassi regolatoria. Al tempo stesso, diversi soggetti hanno proposto modifiche e/o affinamenti rispetto a quanto prospettato nel DCO dall’Autorità.

- 3.20 Un rispondente ritiene più appropriato l’utilizzo di un unico campione per tutti i servizi regolati nei settori dell’energia elettrica e del gas, in particolare vista l’uniformità del *framework* regolatorio applicato ai diversi servizi e la sostanziale omogeneità dei settori elettrico e gas in termini di elasticità della domanda. Lo stesso rispondente ritiene, inoltre, che l’approccio dell’Autorità di utilizzare campioni diversi sia in contrasto con la prassi adottata da numerosi altri regolatori europei (ad esempio nel Regno Unito, Francia, Spagna, Germania e Austria). Suggerisce quindi l’utilizzo di un campione unico composto da imprese identificabili come “*pure play*”, ovvero con una quota di ricavi regolati superiore al 90%.
- 3.21 Per quanto riguarda l’inclusione di imprese operanti in attività pertinenti a quelle oggetto di analisi, alcuni soggetti ritengono che la soglia del 20% per la quota di ricavi da attività regolate sia troppo bassa. In particolare, due gestori regolati ritengono che questa soglia, soprattutto per i campioni relativi alle attività di distribuzione che includono anche imprese che svolgono attività diverse, comporti una sovrastima del *beta*. Alcuni utenti dei servizi infrastrutturali, invece, suggeriscono di valutare l’introduzione di una metodologia finalizzata alla correzione della sovrastima del *beta* che potrebbe derivare dall’utilizzo di osservazioni di rendimenti azionari di imprese che non svolgono esclusivamente attività regolate.
- 3.22 Sullo stesso tema, alcuni rispondenti alla consultazione sottolineano che l’utilizzo dell’EBITDA, anziché la quota dei ricavi da attività regolate, permetterebbe di includere nel campione un numero di imprese maggiore e sarebbe anche in linea con quanto fatto dalle agenzie di *rating* S&P e Moody’s per definire il *business risk profile* delle imprese. Tuttavia, come riconosciuto da alcuni degli stessi rispondenti, l’utilizzo dell’EBITDA potrebbe non risultare fattibile, in quanto tale valore non è sempre disponibile a livello disaggregato per le diverse attività svolte dalle imprese.
- 3.23 Con riferimento al servizio di distribuzione del gas, alcuni gestori hanno proposto l’esclusione di National Grid dal campione, in quanto non più attiva nel settore della distribuzione del gas in Europa. Inoltre, un gestore ha sottolineato come questa abbia una capitalizzazione molto più elevata rispetto alle altre imprese del campione e sia quotata sul mercato del Regno Unito. Allo stesso modo, alcuni rispondenti suggeriscono di evitare di includere nel campione imprese che, pur svolgendo attività regolate, hanno una quota di ricavi derivanti dall’attività di distribuzione gas molto ridotta, in quanto ciò potrebbe alterare il risultato dell’analisi; per questo ritengono più appropriata l’esclusione di Acea. Infine, è stato sottolineato che gran parte delle imprese nel campione, incluse quelle italiane, operano sia nel mercato del gas che in quello elettrico e sono quindi in grado di compensare i diversi livelli di rischio a cui sono soggette.

## Allegato A

- 3.24 Con riferimento al servizio di trasporto gas, un gestore ritiene che Transgaz dovrebbe essere esclusa dal campione, in quanto caratterizzata da un *rating* e una capitalizzazione di mercato inferiore rispetto al resto del campione.
- 3.25 Per quanto riguarda il servizio di distribuzione di energia elettrica, diversi gestori ritengono che Enel, principale distributore elettrico in Italia, dovrebbe essere inclusa nel campione.

### Decisione finale

- 3.26 Per quanto riguarda la coerenza geografica e l'inclusione di imprese che svolgono le attività regolate oggetto di analisi, l'Autorità ritiene opportuno confermare, in generale, gli orientamenti espressi nella consultazione, includendo nel campione:
- sia imprese operanti nell'area euro in Paesi con *rating* elevato (ovvero Austria, Belgio, Finlandia, Germania, Irlanda e Paesi Bassi) sia imprese operanti in Europa al di fuori dell'area euro (Regno Unito e Romania) e in Paesi con *rating* inferiore (ovvero Francia, Italia, Spagna, Portogallo e Romania) al fine di assicurare una coerenza geografica e disporre di un numero significativo di osservazioni;
  - imprese con una certa quota minima di ricavi derivanti da servizi regolati nel settore energetico e ambientale, al fine di assicurare una coerenza con le attività regolate oggetto di analisi.
- 3.27 Per quanto riguarda l'inclusione di imprese attive nei servizi regolati del settore energetico e ambientale, l'Autorità ritiene opportuno confermare l'utilizzo della quota dei ricavi regolati e non dell'EBITDA, come suggerito da alcuni rispondenti, in quanto la ripartizione dei ricavi per attività/servizio è di più facile reperibilità. Come anche sottolineato dagli stessi rispondenti, infatti, l'utilizzo dell'EBITDA potrebbe non essere sempre percorribile, in quanto nella maggior parte dei casi, come detto, tale valore non è disponibile per singola attività/servizio svolta dalle imprese.
- 3.28 Con riferimento alla soglia della quota di ricavi regolati, l'Autorità ritiene opportuno confermare gli orientamenti espressi nella consultazione, ovvero l'inclusione nel campione di imprese che presentino una quota di ricavi da attività regolate almeno pari al 20%. In generale, l'individuazione di una soglia comporta inevitabilmente un bilanciamento tra l'esigenza di garantire una significatività del campione e quella della rappresentatività e attinenza rispetto alle attività oggetto di analisi. Rispetto al valore puntuale di una soglia alternativa, non si osserva una generale uniformità nelle posizioni dei rispondenti in relazione al valore da adottare; inoltre, non si ritiene siano state presentate sufficienti evidenze in favore di un valore alternativo tale da portare ad un migliore bilanciamento della duplice esigenza sopra richiamata. Pertanto, al fine di non escludere un numero eccessivo di imprese dal campione, l'Autorità ritiene opportuno confermare la soglia individuata, pur notando – come già evidenziato in sede di consultazione – che tale valore comporta una potenziale sovrastima del *beta* dovuta al maggior rischio tipicamente associato alle attività non regolate, con particolare riferimento alle attività di distribuzione elettrica e gas.

## Allegato A

- 3.29 Rispetto alla proposta di includere nel campione unicamente imprese con una quota di ricavi regolati superiore al 90%, si sottolinea come una simile scelta comporterebbe l'esclusione di numerose imprese, con il rischio di considerare un campione non sufficientemente ampio.
- 3.30 Con riferimento all'eventuale utilizzo di un campione unico, come proposto da uno dei rispondenti, in linea di principio, l'Autorità ritiene opportuno in questa occasione mantenere campioni separati per ciascun servizio infrastrutturale regolato, in coerenza con gli orientamenti consultati, anche in ragione dell'eterogeneità che caratterizza attualmente i servizi infrastrutturali energetici (si pensi, a titolo di esempio, alle diverse prospettive del settore dell'energia elettrica e del gas naturale e alla presenza di un numero di operatori eterogenei nei settori della distribuzione). Tuttavia, riconoscendo che tale prassi è in uso presso altri regolatori europei e che consentirebbe di avere un campione caratterizzato da imprese con una quota di ricavi regolati maggiormente significativa, l'Autorità ha analizzato e tenuto in considerazione anche i valori risultanti dall'utilizzo di un campione unico per tutti i servizi regolati, composto da operatori con una quota di ricavi regolati pari ad almeno il 30%, nelle valutazioni per la definizione dei valori finali del *beta* (cfr. punti 4.24 e successivi).
- 3.31 Relativamente alle singole esclusioni suggerite dai rispondenti, in questa fase e al fine di mantenere significatività dei campioni, l'Autorità ritiene opportuno:
- non escludere National Grid dai campioni della distribuzione e del trasporto gas perché, sebbene abbia ormai ceduto tali attività, National Grid è stata attiva in entrambi i servizi nel periodo oggetto di analisi per la stima dei *beta*;
  - confermare Acea nel campione della distribuzione gas in ragione dell'alta quota di ricavi derivanti da attività regolate;
  - mantenere Transgaz nel campione del trasporto gas, in quanto si tratta di uno dei pochi esempi di imprese i cui ricavi derivano interamente da attività regolate, pur riconoscendo che ciò potrebbe portare a una sovrastima del *beta* del servizio di trasporto;
  - non includere Enel, in quanto le attività regolate hanno un peso pari a circa l'11% sul totale dei ricavi (in media, nel periodo 2014-2023).

### Selezione del campione – test di liquidità

#### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 3.32 Per garantire che il parametro *beta* sia calcolato sulla base dei titoli di imprese sufficientemente liquide sui mercati finanziari, l'Autorità ha ritenuto opportuno utilizzare, come secondo filtro nella definizione del campione, un test di liquidità, in modo da escludere quelle imprese i cui titoli mostrino scarsa liquidità sul mercato. Anche coerentemente con la prassi di altri regolatori europei, l'Autorità ha analizzato il rapporto tra il *bid-ask spread* e il prezzo di chiusura, in termini percentuali.
- 3.33 Su queste basi, anche al fine di mantenere comunque una certa significatività del campione senza escludere troppe imprese, l'Autorità ha ritenuto opportuno

## Allegato A

escludere dal campione le società la cui media del *bid-ask spread* negli ultimi 5 anni sia risultata superiore ad un valore soglia del 2%.

### Esito della consultazione

- 3.34 La maggior parte dei soggetti concorda con l'utilizzo di un test di liquidità e, in particolare, con il ricorso al *bid-ask spread*, per escludere dal campione imprese non sufficientemente liquide.
- 3.35 Tuttavia, diversi soggetti ritengono che la soglia del 2% sia troppo elevata e tale da comportare l'inclusione nel campione di società generalmente considerate non sufficientemente liquide. Al riguardo, è stato inoltre sottolineato che una soglia più stringente, pari all'1%, in linea con quanto fatto anche da altri regolatori europei, porterebbe ad escludere le società Fluxys ed Électricité de Strasbourg.
- 3.36 Inoltre, alcuni soggetti hanno sottolineato come l'inclusione nel campione di Fluxys sia stata oggetto di un contenzioso nei confronti del regolatore olandese Autoriteit Consument en Markt (ACM). In particolare, è stato evidenziato che sebbene superasse i due test utilizzati dall'ACM (il numero di giorni di contrattazione e il volume annuale di ricavi), Fluxys è stata giudicata come non sufficientemente liquida visto il valore elevato del *bid-ask spread*.
- 3.37 Un gestore ha poi sottolineato che Fluxys è caratterizzata da un flottante estremamente basso (10%) rispetto alle altre società del campione e non risulta avere un *rating* da nessuna delle tre principali agenzie di *rating*. Al riguardo, lo stesso soggetto ritiene che l'assenza di *rating* non costituirebbe di per sé un problema in presenza di un livello di *gearing* basso, ma non è questo il caso di Fluxys.
- 3.38 Infine, un'impresa di distribuzione ha evidenziato che il criterio del *bid-ask spread* è potenzialmente esposto ai contratti non negoziati con cui i *broker* si impegnano a fornire liquidità su un titolo, diminuendo gli *spread*, senza impatti sui volumi scambiati effettivamente. Alla luce di ciò e in base alla prassi regolatoria in altri settori, lo stesso soggetto ha quindi proposto un ulteriore test di liquidità basato sul controvalore dei volumi effettivamente scambiati, suggerendo una soglia non inferiore a 100 mila euro di controvalore giornaliero scambiato.

### Decisione finale

- 3.39 Anche alla luce della generale condivisione dell'approccio proposto da parte dei rispondenti, l'Autorità intende confermare l'utilizzo del test di liquidità basato sul rapporto tra il *bid-ask spread* e il prezzo di chiusura, in termini percentuali, al fine di garantire l'inclusione nel campione di imprese sufficientemente liquide. Inoltre, sebbene un gestore abbia sottolineato la potenziale esposizione del *bid-ask spread* ai contratti negoziati con cui i *broker* supportano la liquidità di un titolo, si ritiene che esso sia comunque una misura della liquidità attendibile ed ampiamente utilizzata nella prassi.
- 3.40 Con riferimento alla soglia di esclusione, visto anche il generale consenso da parte dei rispondenti rispetto a una revisione al ribasso del valore posto in

## Allegato A

consultazione, l’Autorità ritiene opportuno escludere dal campione le società la cui media del *bid-ask spread* negli ultimi 5 anni sia risultata superiore ad un valore soglia dell’1%. L’Autorità ritiene, infatti, che un test di liquidità più stringente possa migliorare la robustezza delle stime del *beta*. Inoltre, pur in assenza di un riferimento univoco rispetto al valore più “appropriato” per identificare imprese non sufficientemente liquide, si riscontrano altri precedenti di regolatori europei che hanno adottato una soglia dell’1%.

- 3.41 Tale soglia comporta l’esclusione dal campione delle società Fluxys ed Électricité de Strasbourg, quindi con impatti rispettivamente sui campioni dei servizi di trasporto gas e distribuzione di energia elettrica (nonché sul campione unico di cui è stata fatta l’analisi). Tuttavia, visto il numero di imprese che superano il test di liquidità, si ritiene che la loro esclusione non sia tale da pregiudicare la significatività dei rispettivi campioni.

### Correzione di Blume

#### Orientamenti dell’Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 3.42 Per determinare il *beta asset* (o *beta unlevered*) è possibile considerare, quale parametro *beta levered* di partenza, un valore effettivo (c.d. ‘*raw*’) oppure un parametro ‘*adjusted*’ definito secondo la metodologia di Blume. Tale metodologia consiste nel ponderare il valore effettivo ‘*raw*’ (cui viene attribuito un peso di 2/3) con il valore 1 (cui viene attribuito un peso di 1/3):

$$\beta_{adj} = \frac{2}{3} \cdot \beta_{raw} + \frac{1}{3} \cdot 1$$

- 3.43 Nelle precedenti determinazioni, l’Autorità aveva provveduto a calcolare sia il valore *raw* sia il valore *adjusted*, ed era stato adottato un valore intermedio tra i due.
- 3.44 In sede di consultazione, l’Autorità ha ritenuto opportuno, in linea generale, valutare di utilizzare un valore del *beta* corretto secondo la metodologia di Blume, ossia un valore *adjusted*, con riferimento ai settori i cui campioni per la stima del *beta* sono costituiti da imprese che presentano una quota prevalente di attività regolate.
- 3.45 In presenza invece di servizi in cui i campioni sono caratterizzati da una quota maggiore di ricavi non regolati, e quindi potenzialmente soggetti ad un rischio maggiore, l’Autorità ha ritenuto più prudente l’utilizzo del criterio previgente, ossia la media tra il *beta raw* e quello *adjusted* (c.d. aggiustamento parziale).

### Esito della consultazione

- 3.46 In relazione all’utilizzo della correzione di Blume, non si rilevano posizioni univoche da parte dei rispondenti. In particolare, gli utenti dei servizi infrastrutturali che hanno partecipato alla consultazione si sono generalmente espressi a sfavore della correzione di Blume, sia applicata in modo completo sia

## Allegato A

- parziale. La maggior parte dei gestori regolati condivide invece l'utilizzo del valore del *beta* corretto secondo la metodologia di Blume.
- 3.47 Alcuni gestori regolati, inoltre, non condividono l'applicazione parziale della correzione di Blume e suggeriscono che il valore del *beta adjusted* venga applicato a tutti i settori indipendentemente dalla composizione del campione di riferimento, anche per evitare discriminazioni tra servizi. In particolare, gli stessi soggetti hanno evidenziato che:
- l'applicazione di una correzione parziale, assumendo la media tra il *beta raw* e il *beta adjusted*, non troverebbe supporto nella teoria né in precedenti regolatori;
  - nel caso di imprese con una quota di ricavi non regolati elevata ed *equity beta* superiore a 1, la correzione di Blume ridurrebbe la stima del *beta* invece di aumentarla e pertanto ridurrebbe l'impatto di attività non regolate;
  - un aggiustamento parziale introdurrebbe ulteriori complicazioni e ridurrebbe la trasparenza e comprensibilità del calcolo;
  - la coerenza nell'approccio applicato ai diversi servizi regolati verrebbe apprezzata sia dagli investitori che dai consumatori.
- 3.48 Un gestore regolato ritiene preferibile, qualora la correzione di Blume venisse comunque applicata in modo parziale, adottare l'aggiustamento parziale solo con riferimento alle singole imprese con una quota elevata di attività non regolate e non all'intero campione di uno specifico servizio, come proposto nel DCO.
- 3.49 Secondo un altro gestore regolato, in ottica prudenziale, la media tra il *beta raw* e il *beta adjusted* potrebbe essere applicata nei casi in cui si rilevi una crescita delle attività non regolate e un valore del *beta raw* maggiore di 1.
- 3.50 Come anticipato, invece, gli utenti dei servizi infrastrutturali partecipanti alla consultazione si sono detti contrari all'applicazione della correzione di Blume e ritengono preferibile l'utilizzo del *beta raw*, in quanto:
- la correzione di Blume si basa sull'ipotesi che i valori del *beta levered* tendano verso il valore di 1 nel lungo periodo, mentre la durata temporale dei parametri stabiliti dall'Autorità sarebbe relativamente breve (il triennio 2025-2027), e pertanto potrebbe portare a una sovrastima della rischiosità delle imprese e quindi della remunerazione del capitale nel breve/medio periodo;
  - l'obiettivo della correzione di Blume sarebbe la riduzione di distorsioni in contesti più volatili o imprevedibili, quindi non sarebbe opportuna nel caso di settori regolati caratterizzati da maggiore stabilità e limitate variazioni dei *beta* nel medio periodo, soprattutto nell'ambito di un periodo regolatorio di soli tre anni.
- 3.51 Alcuni dei rispondenti contrari all'applicazione della correzione di Blume propongono anche un'alternativa di *second best*, secondo cui:
- per i settori il cui campione è caratterizzato da una quota di ricavi regolati 'preponderante', andrebbe applicata la correzione parziale del *beta* (media tra *beta raw* e *beta adjusted*);

## Allegato A

- per i settori il cui campione è caratterizzato da una quota di ricavi non regolati più rilevante, andrebbe utilizzato esclusivamente il valore del *beta raw*.
- 3.52 Infine, alcuni soggetti hanno richiamato un possibile approccio alternativo alla correzione di Blume, ovvero la correzione di Vasicek,<sup>2</sup> ma ritengono la correzione di Blume di più facile e immediata applicazione.

### Decisione finale

- 3.53 L’Autorità intende rivedere quanto indicato in consultazione e conseguentemente non procedere con l’applicazione della correzione di Blume ai valori del *beta raw*. In primo luogo, non si rileva un generale consenso sull’applicazione di tale correzione, né parzialmente né interamente. Inoltre, come richiamato da alcuni rispondenti, si nota che l’evidenza dalla prassi internazionale non è univoca, con decisioni che prevedono tanto l’utilizzo di valori *adjusted* quanto di valori *raw*.
- 3.54 Nel dettaglio, anche alla luce delle risposte pervenute, emergono elementi che fanno maggiormente propendere a ritenere che la correzione di Blume, con la conseguente applicazione di un valore *adjusted*, potrebbe portare ad una sovrastima del *beta* e della rischiosità associata alle imprese che operano nei servizi regolati. Ciò, in particolare, in quanto:
- le imprese che operano nei servizi regolati, e particolarmente nei servizi elettrico e gas, tendono a presentare valori del *beta* stabili nel tempo e significativamente inferiori a 1 nel lungo periodo. Pertanto, l’aggiustamento dei *beta* verso il valore di 1 (sia con l’aggiustamento di Blume sia con Vasicek) potrebbe portare ad una sovrastima del parametro<sup>3</sup>;
  - come anche evidenziato da alcuni utenti dei servizi infrastrutturali, la correzione di Blume si basa sull’ipotesi che i valori del *beta* convergano ad 1 nel lungo periodo; tuttavia, i valori definiti dall’Autorità non sono necessariamente di lungo periodo, venendo rivisti periodicamente anche sulla base dei valori effettivamente registrati sul mercato.
- 3.55 Si osserva altresì che l’applicazione della correzione di Blume al campione di imprese in esame è funzionale, in un’ottica di bilanciamento, a ridurre il rischio di un’eventuale sottostima del *beta*. Tuttavia, come già osservato, l’inclusione nel campione di imprese con una quota rilevante di ricavi da attività non regolate comporta una potenziale sovrastima del *beta* dovuta al maggior rischio tipicamente associato a tali attività. Inoltre, l’utilizzo di una soglia di liquidità più

---

<sup>2</sup> La correzione di Vasicek è una tecnica statistica che corregge il valore del *beta raw* spostandolo verso un valore “*target*” (*prior value*). Contrariamente alla correzione di Blume, che prevede una ponderazione costante per tutte le imprese del valore del *beta raw* e del valore “*target*” a cui dovrebbe tendere il *beta* (1 nel caso dell’aggiustamento di Blume), la metodologia di Vasicek determina la ponderazione dei due valori sulla base dell’entità dell’errore statistico del *beta* della singola impresa rispetto a quello del campione su cui viene svolta l’analisi.

<sup>3</sup> Bazhutov, D., Betzer, A. & Stehle, R., “*Beta estimation in the European network regulation context: what matters, what doesn’t, and what is indispensable*”. *Financ Mark Portf Manag* 37, 239–275 - 2023), ma anche Michelfelder, R. A. & Theodossiou, P., “*Public Utility Beta Adjustment and Biased Costs of Capital in Public Utility Rate Proceedings*”, *The Electricity Journal*, vol. 26, Issue 9, 2013.

## Allegato A

stringente rispetto a quella proposta nel DCO 342/2024/R/COM riduce il rischio di includere imprese non sufficientemente liquide, che porterebbe ad una sottostima del *beta*. Allo stesso modo, l'utilizzo della capitalizzazione di mercato nella definizione del valore dell'*equity* nel processo di *deleveraging* consente di riflettere il rischio associato a ciascuna impresa in maniera più puntuale, riducendo a sua volta un eventuale rischio di sottostima del *beta*.

- 3.56 Di conseguenza, considerato che i criteri di selezione dei campioni già contemplano un rischio di sovrastima del *beta* e gli interventi che l'Autorità intende effettuare in tema di indicatore di liquidità e utilizzo della capitalizzazione di mercato nella definizione dell'*equity* nel processo di *deleveraging*, non si ritiene necessario effettuare ulteriori aggiustamenti ai valori del *beta* così stimati, al fine di evitare una sovrastima del valore del parametro.

### **Frequenza delle osservazioni**

#### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 3.57 Anche se la teoria finanziaria non dà indicazioni univoche riguardo la frequenza ottimale per la determinazione del *beta*, l'Autorità ha considerato le indicazioni fornite dalla letteratura per determinare la scelta della frequenza migliore da utilizzare, considerando le caratteristiche del mercato e delle imprese che fanno parte del campione.
- 3.58 L'Autorità ha, pertanto, consultato l'orientamento di utilizzare serie storiche con frequenza giornaliera dei dati, in quanto il dato giornaliero consente di ottenere una stima caratterizzata da un livello di robustezza maggiore rispetto ai dati con frequenza ridotta. Inoltre, sulla base di quanto sopra osservato, la variabilità delle imprese del campione, rispetto alla liquidità e alla dimensione di impresa, consente di ottenere delle stime affidabili, in media, per entrambe le frequenze giornaliere e settimanali, senza differenze significative.

### **Esito della consultazione**

- 3.59 Gli utenti dei servizi infrastrutturali e alcuni gestori regolati concordano con quanto proposto dall'Autorità e ritengono appropriato l'utilizzo di osservazioni a cadenza giornaliera, in quanto permettono di catturare tempestivamente le dinamiche di mercato e di disporre di un numero maggiore di dati, migliorando quindi la solidità delle stime e riducendo l'errore campionario.
- 3.60 Al contrario, altri gestori regolati ritengono preferibile l'utilizzo di osservazioni con frequenza settimanale, in quanto più rappresentativi e affidabili, soprattutto nel caso di titoli non sufficientemente liquidi e/o in presenza di possibili imperfezioni di mercato (quali ad esempio asimmetrie informative, costi di transazione, aperture asincrone). Inoltre, un gestore sottolinea che l'utilizzo di osservazioni con frequenza settimanale sia preferibile in considerazione del fatto che solo poche imprese hanno una capitalizzazione di mercato elevata.
- 3.61 Alcuni rispondenti hanno proposto di utilizzare un approccio ibrido, che consiste nell'utilizzare osservazioni giornaliere per i titoli più liquidi del campione e per le

## Allegato A

imprese di dimensioni superiori e osservazioni settimanali per i titoli caratterizzati da una minore liquidità e le imprese di minori dimensioni.

- 3.62 Al riguardo, un gestore regolato e una associazione hanno suggerito l'opportunità di effettuare delle analisi specifiche per valutare la presenza di eventuali imperfezioni di mercato, e quindi utilizzare osservazioni con frequenza giornaliera, in assenza di imperfezioni, o dati settimanali, nel caso opposto.

### Decisione finale

- 3.63 L'Autorità, considerato anche il consenso espresso sia da utenti dei servizi infrastrutturali sia da alcuni gestori regolati, intende confermare l'utilizzo di osservazioni giornaliere, che generalmente permettono di ottenere stime più robuste e stabili rispetto a quelle ottenute con osservazioni settimanali o mensili.
- 3.64 Come ricordato, alcuni rispondenti hanno sostenuto che l'utilizzo di osservazioni settimanali sarebbe più appropriato nel caso di inclusione di titoli non sufficientemente liquidi nel campione. A tal riguardo, si ritiene che l'utilizzo di un test di liquidità, peraltro con una soglia più stringente di quanto prospettato in sede di consultazione, possa garantire l'inclusione nel campione di titoli sufficientemente liquidi, senza la necessità di utilizzare osservazioni settimanali che potrebbero, invece, ridurre la robustezza della stima.
- 3.65 Infine, si nota che non sono state presentate particolari evidenze empiriche in relazione ad eventuali imperfezioni o inefficienze del mercato. In mancanza di evidenze in contrario, l'Autorità ritiene opportuno utilizzare dati giornalieri.

### Indice di mercato di riferimento

#### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 3.66 Ai fini del calcolo del coefficiente *beta*, occorre individuare l'indice di mercato rispetto al quale valutare la variazione dei titoli considerati nel campione. Tali indici possono essere nazionali, regionali o globali.
- 3.67 Alla luce dell'ampliamento del campione ad imprese che non operano in Paesi con *rating* elevato o in Paesi dell'Eurozona, l'Autorità ha espresso l'orientamento di utilizzare come indice di mercato esclusivamente l'indice di riferimento nazionale standard per ciascun titolo, al fine di sterilizzare l'effetto del rischio Paese già internalizzato in altri parametri del WACC.

#### Esito della consultazione

- 3.68 In generale, non si rilevano posizioni univoche in relazione all'indice di riferimento utilizzato.
- 3.69 Alcuni rispondenti, sia utenti sia gestori regolati, si sono espressi in favore dell'utilizzo di indici nazionali e concordano con la necessità di sterilizzare il rischio paese all'interno del calcolo del *beta*.

## Allegato A

- 3.70 Al contrario, diversi gestori ritengono invece più opportuno utilizzare l'indice di riferimento del mercato relativo all'Eurozona (Eurostoxx 600), per le imprese operanti nell'Eurozona, e l'indice FTSE 100, per le imprese operanti nel Regno Unito.
- 3.71 Secondo i rispondenti contrari all'utilizzo di indici nazionali, l'utilizzo di un indice regionale per le imprese operanti in Paesi dell'Eurozona sarebbe preferibile in quanto:
- la scelta dell'indice di riferimento dovrebbe essere rappresentativa delle opportunità di investimento;
  - appare ragionevole ipotizzare che gli investitori diversifichino il proprio portafoglio all'interno dei Paesi dell'Eurozona, in quanto il mercato europeo sarebbe altamente integrato, conosciuto dagli investitori e nella stessa valuta, evitando quindi il rischio di cambio;
  - limiterebbe possibili *bias* statistici e diluirebbe possibili distorsioni causate dal peso di uno specifico titolo all'interno dell'indice nazionale;
  - la maggior parte dei regolatori europei utilizza indici regionali;
  - l'Autorità ha utilizzato l'indice Eurostoxx 600 in precedenti stime del beta e tale indice è stato indicato nelle linee guida del DCO 308/2021/R/COM.
- 3.72 Con specifico riferimento all'utilizzo dell'indice FTSE MIB, alcuni operatori hanno osservato che esso sarebbe:
- distorto da una sovraesposizione al settore bancario e pertanto non rappresentativo del panorama economico italiano;
  - affetto da maggiore volatilità rispetto all'Eurostoxx 600.
- 3.73 Inoltre, secondo un gestore regolato la metodologia di calcolo del *Total Market Return* (TMR) utilizzato nella formula del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) non sarebbe coerente con un calcolo del *beta* sulla base di indici nazionali; il *beta* calcolato per l'indice nazionale (ad esempio italiano) sarebbe infatti moltiplicato per l'*equity risk premium* derivato dal TMR che, a sua volta, fa riferimento ai rendimenti di un paniere di indici di Paesi europei. Al contrario, come anticipato, altri rispondenti ritengono che l'utilizzo di un indice europeo porterebbe ad una sovrastima del *beta* poiché quest'ultimo rifletterebbe anche il rischio paese già internalizzato in altri parametri del WACC.
- 3.74 Infine, alcuni rispondenti si sono detti contrari alla necessità di sterilizzare il rischio paese conseguente all'inclusione di un premio separato per il *Country Risk Premium* (CRP) all'interno del calcolo del WACC. A detta di tali operatori, un riconoscimento del CRP terrebbe in considerazione rischi ulteriori rispetto ai rischi sistematici individuati nel calcolo del *beta*, e non giustificerebbe quindi l'utilizzo di indici nazionali.

### Decisione finale

- 3.75 L'Autorità ritiene opportuno confermare gli orientamenti illustrati nel DCO 342/2024/R/COM, ovvero l'utilizzo di indici nazionali.

## Allegato A

- 3.76 Il riconoscimento di un premio per il rischio paese è basato sull'ipotesi che gli investitori non detengano un portafoglio di investimenti diversificati che annulli il rischio paese, come anche illustrato da alcuni soggetti. L'utilizzo di indici regionali nel calcolo del valore del *beta* presuppone invece, come evidenziato anche dai rispondenti stessi, che gli investitori diversifichino i propri investimenti all'interno del mercato regionale di riferimento.
- 3.77 L'utilizzo di indici regionali suggerito da alcuni rispondenti non appare quindi coerente con una metodologia che già riconosce un premio per il rischio paese, nella forma di un CRP all'interno del tasso di rendimento del capitale proprio (*Ke*).

### **Periodo di osservazione**

#### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 3.78 Per quanto riguarda il periodo considerato, la scelta di periodi più lunghi aumenta il numero di osservazioni disponibili riducendo così l'errore nelle stime. Tuttavia, nei casi in cui l'andamento del coefficiente *beta* sia variabile nel tempo, ciò potrebbe portare ad includere valori che si discostano anche in misura significativa da quelli più recenti. Coerentemente con la prassi regolatoria adottata dall'Autorità e da altri regolatori, sono state considerate le medie giornaliere dei *beta* delle imprese appartenenti al campione per periodi da 2 a 5 anni.
- 3.79 I dati utilizzati comprendono gli anni dal 2014 al 2023. In termini generali, l'Autorità ha ritenuto che le valutazioni si sarebbero dovute concentrare sugli anni più recenti, sebbene sia importante tenere conto dell'evoluzione del parametro nel tempo, anche per comprendere alcune tendenze generali quali l'impatto sul *beta* di particolari fattori esogeni o eventuali differenziazioni tra servizi regolati. Rispetto all'andamento negli anni recenti, l'Autorità ha sottolineato che gli anni 2020 e 2021 sono stati caratterizzati da eventi eccezionali (la crisi pandemica) e andamenti anomali nei mercati finanziari. Tale incremento della volatilità sembra essersi ridotto negli anni successivi: il parametro *beta* registrato negli anni 2022 e 2023 risulta infatti in molti casi allineato a quello registrato negli anni precedenti al 2020.
- 3.80 Alla luce di ciò, ai fini delle valutazioni specifiche del parametro *beta*, l'Autorità ha ritenuto opportuno tenere conto delle evidenze registrate nell'ultimo quinquennio, confrontandole con quelle registrate nel biennio 2022-2023, in particolare al fine di verificare il riassorbirsi degli eventi eccezionali che hanno caratterizzato gli anni 2020 e 2021.

### **Esito della consultazione**

- 3.81 La maggior parte dei rispondenti sostiene che il periodo di analisi debba essere esteso in modo tale da includere i dati più recenti disponibili (ovvero quelli del 2024), al fine di riflettere le più recenti condizioni di mercato, anche in considerazione dei *trend* di leggero rialzo dei valori dei *beta* osservati nel 2024; tuttavia, tra i rispondenti non si riscontra una posizione comune circa la definizione della data di *cut-off* da utilizzare.

## Allegato A

- 3.82 Numerosi rispondenti concordano con un periodo di osservazione di 5 anni, altri invece hanno espresso perplessità in merito al periodo di osservazione proposto, in quanto ritengono che quest'ultimo includa significative discontinuità e volatilità interne che potrebbero rendere il *beta* osservato nel periodo non rappresentativo dei *beta* futuri.
- 3.83 Al riguardo, alcuni rispondenti ritengono che il periodo di osservazione dovrebbe essere ridotto a 1-2 anni dalla data di *cut-off*, in quanto sottolineano che:
- l'allungamento del periodo di analisi aggiunge osservazioni al calcolo del *beta* e quindi riduce l'errore statistico; tuttavia, se il valore 'vero' del *beta* cambia nel tempo, i dati meno recenti potrebbero non essere rappresentativi del *beta* futuro;
  - il periodo 2019-2023 include tre differenti sottoperiodi nei quali la relazione tra quotazioni azionarie e indice di mercato è cambiata: periodo pre-Covid, periodo Covid e la crisi Russia-Ucraina; in particolare, un gestore e un'associazione evidenziano che, secondo la letteratura, se il *beta* cambia strutturalmente nel tempo, le informazioni relative ad anni più lontani non sono rilevanti per la stima dei *beta* futuri.
- 3.84 Inoltre, un gestore regolato ha suggerito di utilizzare la media giornaliera degli ultimi tre mesi antecedenti la data di fissazione del parametro, mantenendo un periodo di due anni per la regressione.
- 3.85 Infine, alcuni utenti dei servizi infrastrutturali suggeriscono di valutare l'esclusione o almeno una riduzione del peso dei dati riferiti a periodi caratterizzati da *shock* esogeni, in quanto questi fattori potrebbero alterare la stima del *beta* in un modo che non riflette il rischio strutturale e di lungo periodo delle imprese.

### Decisione finale

- 3.86 L'Autorità concorda sull'opportunità di aggiornare il periodo di osservazione al fine di includere i dati più recenti relativi a parte del 2024, utilizzando quale limite (c.d. *cut-off*) per il calcolo del valore del *beta* la data del 30 settembre 2024, coerentemente con l'approccio adottato per il calcolo di altri parametri del WACC.
- 3.87 Anche in linea con la prassi internazionale e della stessa Autorità, che generalmente considera periodi di osservazione dai 2 ai 5 anni per la stima dei *beta*, si ritiene opportuno confermare, in linea generale, l'utilizzo di un periodo di osservazione di 5 anni, confrontando le stime basate su tali valori con quelle ottenute su un periodo di 2 anni, al fine sia di verificare il riassorbirsi degli eventi eccezionali che hanno caratterizzato gli anni 2020 e 2021, sia di intercettare eventuali tendenze più recenti. Si ritiene che tale approccio permetta di ottenere un buon bilanciamento tra precisione statistica (potendo disporre di un numero di osservazioni maggiore) e l'utilizzo dei dati e quindi informazioni più recenti.

**Modalità di calcolo della stima – media rolling vs stima spot**

Orientamenti dell’Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 3.88 L’Autorità ha calcolato, per ciascun anno e per ciascun periodo, il valore del *beta* effettivo di un’impresa come media aritmetica dei valori del *beta* registrati in ciascun giorno dell’anno. I valori del *beta* sono stati estratti da Bloomberg, che stima tali valori, per ciascun giorno, tramite una regressione lineare dei rendimenti giornalieri delle imprese rispetto all’indice di riferimento nazionale nei due anni precedenti.

Esito della consultazione

- 3.89 La maggior parte dei soggetti non ha espresso opinioni riguardo a questo aspetto metodologico per la stima del *beta*. Tra i rispondenti non si riscontra invece una posizione univoca.
- 3.90 Mentre due gestori attivi nei servizi di distribuzione concordano con la metodologia proposta dall’Autorità, che prevede l’utilizzo della media aritmetica dei *beta* registrati giornalmente nel periodo esaminato, altri gestori regolati ritengono preferibile calcolare il valore del *beta* sulla base della stima *spot*, in linea con la prassi regolatoria europea e con le raccomandazioni della letteratura sull’argomento.

Decisione finale

- 3.91 Alla luce della prassi consolidata in materia, anche in linea con quanto suggerito da alcuni rispondenti in sede di consultazione, l’Autorità ritiene opportuno utilizzare per il calcolo del valore del *beta* i c.d. valori *spot*, ovvero i valori puntuali estratti da Bloomberg alla data limite (c.d. *cut-off*). Come anticipato, la data di *cut-off* è fissata al 30 settembre 2024.
- 3.92 In particolare, da un punto di vista metodologico, in linea con la *best practice* in materia, l’utilizzo di valori *spot*, determinati sulla base di un’unica regressione lineare, assegna lo stesso peso a ciascuna osservazione. Al contrario, il calcolo di una media aritmetica dei valori del *beta* registrati in ciascun giorno dell’anno (c.d. *media rolling*) assegna un peso diverso alle diverse osservazioni del campione, dando peso maggiore alle osservazioni centrali. Anche tenuto conto dell’intenzione di intercettare nei parametri *beta* le tendenze più recenti, nonché di non attribuire un peso eccessivo agli eventi eccezionali che hanno caratterizzato gli anni 2020 e 2021, l’utilizzo di valori *spot* appare quindi preferibile.

## Allegato A

### 4. Conclusioni sul parametro *beta*

#### Differenziazione del *beta* tra settori

##### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 4.1 Per quanto riguarda la distinzione tra settore gas e settore elettrico, in sede di consultazione l'Autorità ha espresso le seguenti considerazioni, sulla base dell'analisi dei *beta* effettivi e del confronto internazionale riportati nel DCO 342/2024/R/COM:
- per le attività *upstream* (trasporto e trasmissione), risulta un differenziale tra i due settori che supporterebbe il mantenimento di un differenziale tra il *beta* riconosciuto per il servizio di trasporto gas e quello per la trasmissione elettrica;
  - per le attività di distribuzione, invece, il differenziale effettivo tra i due settori sembra essere inferiore rispetto a quello riconosciuto ai fini regolatori anche se tale riduzione del differenziale potrebbe essere influenzato dal fatto che, nei campioni della distribuzione, la maggior parte delle imprese svolge entrambe le attività (le quali, però, potrebbero essere intrinsecamente associate ad un rischio differente); peraltro, anche nel confronto internazionale emerge un differenziale tra le due distribuzioni inferiore a quello riconosciuto in Italia.
- 4.2 Sulla distinzione tra le attività *upstream* e quelle *downstream*, l'analisi dei *beta* effettivi riportata nel DCO 342/2024/R/COM mostra valori generalmente più elevati per le attività di distribuzione rispetto a quelle *upstream* di trasporto e trasmissione. Al riguardo, l'Autorità ha ritenuto che questa evidenza non sarebbe in contrasto né con i livelli di *beta unlevered* già riconosciuti dall'Autorità né con l'eventuale revisione dei valori del *beta* come ipotizzato in sede di consultazione.
- 4.3 Infine, dal confronto internazionale è emerso come diversi regolatori riconoscano un *beta* maggiore alle attività del settore gas rispetto a quelle del settore elettrico, sebbene altri non applichino una simile distinzione. Inoltre, all'interno di ciascun settore, alcuni regolatori distinguono tra le attività infrastrutturali a monte (trasporto e trasmissione) e quelle a valle (distribuzione), riconoscendo a queste ultime un valore del *beta* maggiore (o inferiore, nel caso della Francia); altri regolatori, invece, applicano valori analoghi.

##### Esito della consultazione

- 4.4 Dalla consultazione non è emerso un orientamento univoco né una posizione condivisa circa la differenziazione dei *beta* tra i diversi servizi regolati.
- 4.5 Rispetto alla distinzione tra settore gas e settore elettrico, alcuni operatori e associazioni attive nel settore gas ritengono che il rischio non diversificabile delle attività regolate gas sia aumentato sia per i recenti eventi bellici e le crisi inflazionistiche sia per una maggiore sensibilità sui temi della decarbonizzazione e transizione energetica (e le sfide legate ad esse). Al riguardo, alcuni dei rispondenti hanno sottolineato che quest'ultimo aspetto, pur non determinando un

## Allegato A

rischio concreto rispetto al futuro ruolo del gas, può comunque contribuire a una percezione di maggiore rischio da parte degli investitori per alcune attività. Al contrario, alcuni operatori attivi nel settore elettrico non ritengono opportuni *beta* maggiori per il settore gas, al fine di assicurare coerenza con gli obiettivi di decarbonizzazione ed evitare segnali distorti nell’allocazione dei capitali (ad esempio incentivando, tramite un ritorno sul capitale superiore, investimenti nei settori gas che rischierebbero di diventare obsoleti o inutilizzati dopo pochi anni, quindi acuendone ulteriormente il rischio di *asset stranding*).

- 4.6 Per quanto riguarda la differenziazione del *beta* tra attività *upstream* e *downstream*, diversi gestori regolati e loro associazioni concordano con la definizione di valori di *beta* dei settori *downstream* superiori rispetto a quelli dei settori *upstream*. Il gestore del sistema di trasmissione elettrica ritiene invece che un *beta* più elevato per la distribuzione elettrica rispetto alla trasmissione elettrica non appaia giustificabile da differenze nel *framework* regolatorio.
- 4.7 Più in generale, il gestore del sistema di trasmissione elettrica non condivide la proposta di differenziazione del parametro *beta* tra i diversi servizi infrastrutturali, in quanto ritiene che la regolazione dovrebbe tendere a rendere omogenei gli attuali livelli di remunerazione per le reti elettriche e gas, anche alla luce delle diverse esigenze di investimento nei due settori visti gli obiettivi di decarbonizzazione. Lo stesso soggetto chiede quindi di allineare il valore del *beta* per tutti i servizi regolati, superando l’attuale differenza che ritiene determini segnali distorti nell’allocazione degli investimenti tra i diversi servizi e proseguendo con il percorso avviato nel 2021 che, sulla base dei dati allora a disposizione, prospettava un progressivo allineamento dei *beta* verso un valore tendente a 0,4. Sempre lo stesso soggetto sottolinea inoltre che, in una recente decisione in vista del periodo regolatorio RIIO-3, Ofgem ha confermato l’opportunità di utilizzare un *beta* unico per tutti i settori infrastrutturali, sulla base dell’analisi dei dati dei *beta* anche di Terna, Snam e Italgas.
- 4.8 Con riferimento al servizio di trasporto gas, tre gestori ritengono che l’attuale differenziale rispetto alla trasmissione elettrica dovrebbe essere mantenuto o rivisto al rialzo, alla luce della maggiore incertezza sul ruolo del gas nel lungo periodo e delle sfide tecnologiche legate alla transizione energetica. Al riguardo, uno dei rispondenti ritiene che diversi elementi rendano il servizio di trasporto del gas più rischioso rispetto alla trasmissione elettrica, tra i quali: (i) la struttura del settore, in quanto l’attività di trasporto del gas avviene in un contesto di libera competizione e non in un regime concessorio esclusivo; (ii) la produzione e immissione concentrata su un numero limitato di punti di entrata e non distribuita come nel settore elettrico; (iii) la natura dei progetti nel sottosuolo caratterizzati da rischi ambientali e idrogeologici; (iv) la sostituibilità del gas naturale con altri vettori energetici; e, infine, (v) l’approvvigionamento basato prevalentemente sulle importazioni, maggiormente esposte a rischi di natura geopolitica.
- 4.9 Per quanto riguarda la distribuzione elettrica, secondo un operatore attivo nel settore, il *beta* di questo servizio dovrebbe essere rivisto al rialzo ed essere superiore rispetto a quello della distribuzione gas, anche al fine di assumere una

## Allegato A

decisione coerente con gli obiettivi di transizione energetica ed evitare effetti distorsivi nell'allocazione dei capitali. Un altro soggetto ritiene invece che i *beta* dei servizi di distribuzione elettrica e gas siano sostanzialmente allineati tra loro, suggerendo che non dovrebbe esserci una differenziazione tra i due. Tra gli altri fattori che impattano il rischio degli operatori di distribuzione elettrica, i gestori intervenuti in sede di consultazione hanno sottolineato: (i) l'aumento delle dimensioni e della complessità dei piani di investimento; (ii) la presenza di rischi operativi e una rete maggiormente esposta agli eventi meteorologici; (iii) il possibile rischio asimmetrico derivante dalla regolazione *output-based*; (iv) le sfide legate alla transizione energetica; e, infine, (v) l'incertezza normativa legata all'approssimarsi del termine per il rinnovo delle concessioni.

- 4.10 Per quanto riguarda la distribuzione gas, diversi soggetti attivi nel settore ritengono che questa attività sia esposta a rischi superiori rispetto agli altri servizi regolati, derivanti ad esempio dai seguenti fattori: (i) l'elevata frammentazione del settore; (ii) il regime di concessione del servizio, con incertezze rispetto alle gare gas e periodi di affidamento brevi (12 anni); (iii) maggiori rischi operativi, in quanto la rete di distribuzione gas insiste prevalentemente in tessuti urbani; e, infine, (iv) l'evoluzione tecnologica continua e problemi di malfunzionamento dei primi contatori elettronici installati. Inoltre, diversi soggetti hanno sottolineato le sfide derivanti dalla transizione energetica e dalla decarbonizzazione del settore gas.

### Decisione finale

- 4.11 Da un punto di vista generale, l'Autorità non ritiene appropriato stabilire a priori se vi siano settori o servizi il cui *beta* dovrebbe essere superiore a quello degli altri.
- 4.12 In linea di principio, un'analisi dei dati di mercato su operatori *pure play* che svolgono esclusivamente il servizio oggetto di valutazione permetterebbe di stabilire ragionevolmente il livello di rischiosità sistemica, anche in termini relativi, dei diversi servizi infrastrutturali regolati, senza bisogno di complementare le stime delle analisi quantitative con valutazioni qualitative. Tuttavia, l'esiguo numero di tali operatori, e in particolare di *pure play* pienamente confrontabili, viste le rispettive peculiarità, pone dei limiti alla possibilità di una simile analisi. Inoltre, non si ritengono sufficientemente robuste eventuali valutazioni su un differenziale tra servizi basate sui valori del *beta* registrati da singoli operatori, in quanto potenzialmente influenzate da specificità della singola impresa e non necessariamente trasferibili o comuni ad altre imprese dello stesso settore. Peraltro, in alcuni servizi potrebbero non essere disponibili operatori di tipo *pure play* su cui basare simili valutazioni. È ad esempio questo il caso della distribuzione elettrica, in cui la maggioranza degli operatori quotati svolge anche attività non regolate che incidono per una quota rilevante sul totale dei ricavi.
- 4.13 Pur nella consapevolezza degli elementi sopra analizzati, legati in particolare alla mancanza di campioni composti unicamente da operatori *pure play*, l'Autorità ritiene comunque opportuno confermare l'utilizzo di un campione differenziato per ciascun servizio regolato, che sia composto in modo da essere quanto più

## Allegato A

rappresentativo possibile dell'attività di riferimento, definendo quindi le eventuali differenziazioni tra i servizi sulla base delle evidenze emerse dalle analisi dei *beta* delle imprese del campione ma, al contempo, di dover tenere conto degli aspetti critici attraverso considerazioni qualitative, sulla base delle valutazioni illustrate nel successivo paragrafo 4.24 e seguenti.

- 4.14 I valori del *beta* stimati sulla base di analisi di regressione svolte sui campioni di ciascuna attività indicano un differenziale tra settore gas e settore elettrico, con valori tendenzialmente superiori per il gas, e tra le attività *downstream* e quelle *upstream*, con valori generalmente superiori per la distribuzione. Peraltro, tale tendenza è confermata dal confronto con gli altri Paesi, in cui, mediamente, c'è un differenziale tra gas ed elettrico e, in particolare con riferimento alla trasmissione elettrica, tra attività *upstream* e *downstream*.

### **Valori del parametro beta**

#### **Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM**

- 4.15 In esito all'analisi illustrata nel DCO 342/2024/R/COM, l'Autorità ha ritenuto che non emergessero elementi tali da giustificare un'eventuale revisione al rialzo dei valori del *beta unlevered* riconosciuti ai fini regolatori. Piuttosto, sia dall'analisi dei dati effettivi sia dai confronti internazionali, sono emersi diversi elementi a supporto della scelta di ridurre, per alcuni servizi, tali valori.
- 4.16 In via preliminare, giova ricordare che l'Autorità ha sottolineato come l'analisi dei *beta* effettivi riportata nel DCO 342/2024/R/COM non debba essere intesa in senso deterministico, quanto piuttosto come un riferimento da considerare per la definizione dei *beta* rilevanti ai fini regolatori.
- 4.17 Sulla base dell'analisi condotta sui dati effettivi e dalle evidenze emerse dai confronti internazionali, l'Autorità ha indicato un *range* di valori di *beta unlevered* per il periodo 2025-2027, fissato assumendo quale limite inferiore del *beta unlevered* specifico dei singoli servizi la media tra i dati effettivi risultanti dal campione di riferimento e i dati risultanti dal confronto con altri paesi, e quale limite superiore i valori attualmente riconosciuti.
- 4.18 La Tabella 1 illustra i *range* di valori proposti nel DCO 342/2024/R/COM; la soglia inferiore per i servizi di distribuzione elettrica e gas, indicata con un asterisco, tiene conto della proposta di considerare la media dei *beta raw* e *adjusted*, in continuità con l'approccio usato in precedenza per tali servizi.

**Tabella 1 - Range beta unlevered (sulla base dei beta adjusted)**

Servizio	CAMPIONE DI RIFERIMENTO (media rolling 2019-2023)	ALTRI PAESI Media 2022-2024	RICONOSCIUTO 2022-2024	PROPOSTA DCO 2025-2027
Trasmissione elettrica	0,32	0,37	0,370	0,35-0,370
Distribuzione elettrica	0,42	0,39	0,400	0,39*-0,40
Trasporto gas	0,34	0,39	0,384	0,37-0,384
Distribuzione gas	0,42	0,40	0,439	0,40*-0,439

\* sulla base della proposta di considerare la media dei beta raw e adjusted, in continuità con l'approccio usato in precedenza, per i servizi di distribuzione elettrica e gas.

### Esito della consultazione

- 4.19 I rispondenti hanno proposto diversi intervalli di valori, molti dei quali maggiori rispetto ai *beta* attualmente in vigore, basati su scelte metodologiche e campioni di imprese molto diversi tra loro.
- 4.20 Diversi operatori hanno espresso contrarietà rispetto all'utilizzo di precedenti regolatori nazionali e internazionali nella definizione del valore del *beta*, poiché ritengono che:
- altri regimi regolatori sono caratterizzati da diversi profili di rischio, e pertanto l'utilizzo dei *beta* in vigore in altri Paesi potrebbe sottostimare il rischio di investire in Italia, soprattutto in alcuni settori;
  - i precedenti regolatori sono basati su dati passati e circostanze di mercato differenti da quelle correnti;
  - l'utilizzo dei precedenti da parte di tutti i regolatori porterebbe ad una circolarità nella definizione del *beta*.
- 4.21 Inoltre, alcuni gestori non ritengono appropriata la definizione di un limite superiore basato sul valore attualmente riconosciuto del *beta unlevered*. Secondo tali operatori:
- non vi sarebbero precedenti regolatori a supporto di un tale approccio;
  - questo approccio sarebbe in contraddizione con lo scopo di un aggiornamento del valore del *beta* e porterebbe nel lungo periodo ad una convergenza del *beta* verso il suo minimo storico;
  - evidenze empiriche e qualitative (ad esempio la transizione energetica e le tensioni geopolitiche), nonché alcune recenti decisioni regolatorie, suggerirebbero un incremento del valore del *beta* rispetto al passato piuttosto che una sua riduzione.
- 4.22 Di contro, gli utenti dei servizi regolati intervenuti in sede di consultazione concordano sul fatto che non emergano elementi tali da giustificare valori dei *beta* superiori a quelli attualmente riconosciuti. Inoltre, ritengono che il valore ottenuto dalla media tra i dati effettivi risultanti dal campione di riferimento e quanto risultante dal confronto internazionale dovrebbe essere utilizzato come valore centrale e non come limite inferiore dell'intervallo, in quanto:

## Allegato A

- il campione include anche imprese con attività non regolate, quindi più rischiose;
  - l'eventuale applicazione della correzione di Blume per un periodo regolatorio di tre anni porterebbe ad una sovrastima del *beta* (anche se applicata solo parzialmente).
- 4.23 Infine, diversi rispondenti suggeriscono di tenere conto di ulteriori aspetti qualitativi e fattori per la definizione dei *beta*. Oltre ai fattori già menzionati in precedenza, un soggetto ha segnalato anche la maggiore volatilità nei ricavi ammessi delle imprese regolate derivante dall'introduzione della metodologia ROSS.

### Decisione finale

- 4.24 Sulla base della metodologia definita in esito al processo di consultazione e descritta nelle sezioni precedenti, l'Autorità ritiene opportuno tenere in considerazione diversi elementi per la determinazione dei *beta*, utilizzando come punto di partenza la stima dei *beta raw* delle imprese dei campioni individuati per ciascun servizio, ottenuta sulla base del valore *spot* derivato dalla regressione su un orizzonte biennale e quinquennale, con il 30 settembre 2024 quale data di *cut-off*.
- 4.25 Come già evidenziato, si ritiene infatti necessario considerare anche le stime risultanti dalla regressione su un orizzonte di due anni, sia al fine di verificare il riassorbirsi degli eventi eccezionali che hanno caratterizzato il 2020 e il 2021 sia per cogliere eventuali cambiamenti o tendenze più recenti in atto (Tabella 2).

**Tabella 2 – Media del coefficiente  $\beta^{asset}$  per i campioni di riferimento dei diversi servizi, a cinque e a due anni (media dei valori *spot*, senza aggiustamento di Blume)**

Servizio	CAMPIONE DI RIFERIMENTO (media spot 2019-2024)	CAMPIONE DI RIFERIMENTO (media spot 2022-2024)
Trasmissione elettrica	0,33	0,34
Distribuzione elettrica	0,40	0,36
Trasporto gas	0,39	0,38
Distribuzione gas	0,40	0,36

- 4.26 Come già evidenziato, il *beta* risultante dalle analisi non può essere considerato un valore deterministico e, pertanto, è necessario tenere conto di ulteriori aspetti qualitativi e fattori per la definizione dei *beta*; le stime del *beta* sulla base di analisi di regressione devono essere pertanto valutate in un contesto più ampio.
- 4.27 Nel dettaglio, si è proceduto ad effettuare un confronto sia rispetto ai valori attualmente riconosciuti dai regolatori a livello europeo (cfr. la Tabella 5<sup>4</sup> del

<sup>4</sup> Sebbene siano intercorse lievi variazioni dei singoli parametri di alcuni Paesi (es. Francia), le medie riportate nella Tabella 5 sono invariate.

**Allegato A**

DCO 342/2024/R/COM), sia rispetto agli esiti che si otterrebbero utilizzando un campione unico, composto da 12 imprese con una quota di ricavi regolati pari almeno al 30% (escludendo quindi A2A e Acea, oltre a quelle imprese già escluse dal test di liquidità, Fluxys e Électricité de Strasbourg), che evidenzia un valore dei *beta* pari a 0,38 (sia a cinque che a due anni).

- 4.28 In merito a tali ulteriori confronti, si rappresenta che:
- a) il livello del *beta* attualmente riconosciuto non rappresenta un limite, ma piuttosto un riferimento ai fini della definizione dei nuovi valori, in ottica di stabilità e continuità regolatoria;
  - b) per quanto riguarda i confronti internazionali, l’Autorità osserva che il confronto con i *beta* in vigore in Paesi con caratteristiche comparabili è una prassi ampiamente diffusa tra i regolatori europei, e che proprio il fatto che i regolatori utilizzino metodologie simili e campioni di imprese paragonabili per la definizione dei *beta* offre un utile riferimento sull’accuratezza e l’attendibilità delle stime;
  - c) il campione unico, essendo composto da imprese che hanno una minore quota di ricavi derivanti da attività con diverso rischio sistematico, costituisce una *proxy* del valore del *beta* per l’insieme dei servizi infrastrutturali energetici in assenza di differenziazione tra di essi; tali livelli, tuttavia, potrebbero portare a sovrastimare il *beta* per le attività, tipicamente *upstream*, in cui anche il campione differenziato per servizi è già caratterizzato da operatori che svolgono prevalentemente l’attività regolata.
- 4.29 Gli esiti delle valutazioni sulla base dei criteri sopra elencati non forniscono elementi univoci per una revisione dei valori di *beta* attualmente riconosciuti per la maggior parte dei servizi infrastrutturali, ad eccezione del servizio di distribuzione gas, per il quale, sia dalle analisi di regressione sia dal confronto internazionale, emerge l’indicazione di una riduzione del valore del *beta*, seppur in un’ottica di gradualità.
- 4.30 Alla luce delle valutazioni di cui sopra, l’Autorità ritiene opportuno fissare i *beta* per i diversi servizi infrastrutturali come indicato nella successiva Tabella 3.

**Tabella 3 – Coefficiente  $\beta^{asset}$  per i diversi servizi infrastrutturali**

Servizio	Riconosciuto 2022-2024	2025-2027
Trasmissione elettrica	0,370	0,370
Distribuzione elettrica	0,400	0,400
Trasporto gas	0,384	0,384
Distribuzione gas	0,439	0,410

## 5. Considerazioni sui servizi di stoccaggio e rigassificazione

### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 5.1 In Italia, l'Autorità ha da sempre determinato il *beta unlevered* dei servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl sulla base di un differenziale rispetto al servizio di trasporto; tale differenziale è stato definito, da ultimo, in sede di approvazione del TIWACC 2022-2027, in misura rispettivamente pari a +0,122 per lo stoccaggio e +0,140 per la rigassificazione. Tali differenziali trovano un fondamento nel quadro regolatorio (in particolare, per il servizio di rigassificazione, la mancata copertura integrale dei ricavi) e normativo (per il servizio di stoccaggio, il rischio associato alle attività minerarie e al gas immobilizzato nei giacimenti, ai sensi dell'articolo 23, comma 3, del decreto legislativo 164/00).
- 5.2 Non essendo presenti imprese quotate che svolgano in modo esclusivo tali attività, non è possibile effettuare un'analisi del parametro *beta* sulla base dei dati effettivi. Ai fini di un'eventuale revisione del parametro *beta* di tali servizi, l'Autorità ha quindi ritenuto opportuno valutare se il quadro regolatorio o normativo abbia subito modifiche significative che abbiano avuto un impatto sulla rischiosità di tali attività. A tal proposito, nel DCO 342/2024/R/COM, l'Autorità ha sottolineato come negli ultimi anni non siano state introdotte revisioni dei criteri di accesso a tali servizi, basati su procedure concorsuali, o significativi mutamenti del quadro di regolazione tariffaria tali da comportare cambiamenti nella rischiosità specifica di tali attività.
- 5.3 L'Autorità ha quindi espresso l'orientamento di confermare, per i servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl, la determinazione di un valore del *beta unlevered* sulla base del medesimo differenziale rispetto al servizio di trasporto oggi vigente.

### Esito della consultazione

- 5.4 In generale, i rispondenti concordano con la metodologia basata sull'utilizzo di un differenziale rispetto al servizio di trasporto per la definizione dei *beta* dei servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl. Tuttavia, non emerge una posizione univoca rispetto alla quantificazione di questi differenziali.
- 5.5 Mentre alcuni gestori hanno accolto positivamente la conferma del differenziale attuale, altri ritengono che il differenziale applicato ai due servizi dovrebbe essere rivisto al rialzo. Al contrario, gli utenti dei servizi infrastrutturali intervenuti in sede consultazione ritengono opportuna una riduzione del differenziale riconosciuto alla rigassificazione del Gnl.
- 5.6 In *primis*, alcuni gestori dei servizi in questione e un'associazione di categoria ritengono che il differenziale applicato ai due settori dovrebbe essere rivisto al rialzo di +0,02 per ripristinare i differenziali storicamente riconosciuti rispetto al trasporto, ovvero quelli in essere prima della revisione straordinaria del *beta* del trasporto avvenuta al termine del 2021 in sede di approvazione del TIWACC

## Allegato A

- 2022-2027 (ovvero +0,142 per lo stoccaggio e +0,160 per la rigassificazione del Gnl).
- 5.7 Inoltre, due operatori ritengono che i differenziali storicamente riconosciuti ai due settori dovrebbero comunque essere rivisti al rialzo, al fine di riflettere i rischi specifici associati ai servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl. Nel caso del servizio di stoccaggio, un gestore ritiene necessaria una maggiorazione dell'attuale differenziale pari a +0,21 (inclusiva del valore di +0,02 per ripristinare il differenziale storicamente riconosciuto, per un differenziale complessivo pari a +0,332), alla luce del maggior rischio finanziario a cui il settore è esposto per via dell'introduzione delle aste nel 2013, da un lato, e, dall'altro, del rischio di mancato recupero del valore della *Regulatory Asset Base* (RAB) per i cespiti con vita utile regolatoria superiore a quella della concessione (in particolare qualora la concessione non fosse rimessa a gara al suo termine). In alternativa, è stato suggerito l'utilizzo di un premio rispetto al WACC, in linea con quanto fatto in altri precedenti regolatori. Un altro gestore ha sottolineato che l'attività di stoccaggio sarebbe maggiormente esposta rispetto al trasporto gas alle incertezze legate alla transizione energetica, in relazione sia al futuro riutilizzo delle infrastrutture sia alla gestione mineraria e operativa dei gas verdi.
- 5.8 Per quanto riguarda la rigassificazione di Gnl, invece, un soggetto ritiene che il differenziale storicamente riconosciuto sia inadeguato per coprire il rischio di mancata copertura dei ricavi.
- 5.9 Di contro, gli utenti dei servizi infrastrutturali intervenuti in consultazione ritengono più appropriata una riduzione del differenziale riconosciuto per il servizio di rigassificazione alla luce di alcune evoluzioni recenti. In particolare, questi rispondenti sottolineano che:
- negli ultimi anni la rigassificazione ha assunto un ruolo più centrale nel *mix* di approvvigionamento italiano, circostanza che ha consentito una maggiore stabilità nei flussi di ricavi dei terminali rispetto al passato;
  - alcune misure recenti consentono una maggiore copertura dei ricavi dei terminali di rigassificazione, quali il decreto-legge 17 maggio 2022, n. 50, che ha istituito un fondo per la copertura di (parte) dei ricavi di nuovi impianti *Floating Storage and Regasification Units* (FSRU) e il meccanismo introdotto per la FSRU di Piombino con la delibera 28/2023/R/GAS;
  - le modifiche introdotte al quadro regolatorio con la delibera 196/2023/R/GAS consentono alle imprese operanti in questo settore di trattenere parte dei maggiori ricavi conseguiti rispetto ai ricavi riconosciuti.
- 5.10 Infine, un utente dei servizi infrastrutturali e una loro associazione hanno sottolineato come il servizio di rigassificazione del Gnl sia caratterizzato da alcuni aspetti che presentano elementi di rischiosità minori rispetto ad altri servizi infrastrutturali, in particolare la mancanza di disposizioni regolatorie su standard di qualità e quindi l'assenza del relativo sistema di penalità.

## Allegato A

### Decisione finale

- 5.11 Alla luce della sostanziale condivisione dell'approccio proposto per la definizione del *beta* per i servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl, basato su un differenziale rispetto al servizio di trasporto, l'Autorità ritiene opportuno confermare questa metodologia, in continuità con quanto fatto anche nei precedenti periodi regolatori.
- 5.12 Per quanto riguarda la quantificazione del differenziale, l'Autorità ritiene opportuno confermare i valori attualmente vigenti per i due servizi, ovvero +0,122 per lo stoccaggio e +0,140 per la rigassificazione del Gnl.
- 5.13 In particolare, non si ritiene condivisibile una revisione al rialzo degli attuali valori al fine di ripristinare i differenziali storicamente riconosciuti rispetto al servizio del trasporto gas, in quanto la differenza in questione deriva da una revisione straordinaria disposta al termine del 2021, in sede di definizione del TIWACC 2022-2027, per i servizi i cui *beta* presentavano valori inferiori a 0,40 (valore intorno a cui, in quel momento, tendeva a collocarsi il *beta asset* adottato dai regolatori di diversi Paesi dell'Eurozona per i servizi infrastrutturali di rete del settore energetico)<sup>5</sup>. In quella sede, infatti, l'Autorità ha disposto una revisione straordinaria incrementando di 0,02 i valori dei *beta asset* per i servizi di trasporto gas, trasmissione elettrica e distribuzione elettrica, in quanto questi erano inferiori rispetto alla soglia identificata di 0,40. Nessuna revisione era stata invece prevista per i servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl.
- 5.14 Inoltre, nel complesso, in linea con quanto evidenziato nel DCO 342/2024/R/COM e come più dettagliatamente spiegato di seguito, l'Autorità non ritiene che negli ultimi anni siano intervenute modifiche nei criteri di accesso ai servizi in questione o significativi mutamenti nel quadro di regolazione tariffaria tali da modificare la rischiosità specifica di tali attività rispetto all'attuale periodo regolatorio e/o rispetto alla fine del 2021.
- 5.15 Per quanto riguarda il servizio di stoccaggio, l'introduzione delle aste, con conseguente aumento del livello e della volatilità del capitale circolante netto, e il rischio di mancato recupero del capitale investito per i cespiti con vita utile superiore rispetto alla durata residua della concessione, non rappresentano infatti elementi di novità rispetto all'attuale periodo regolatorio. Per quanto riguarda il primo fattore, le aste per l'allocazione della capacità di stoccaggio sono state introdotte nel 2013, mentre rispetto al secondo non si riscontrano modifiche recenti nel quadro concessorio degli operatori di stoccaggio. Infine, in sede di consultazione non sono state fornite evidenze rispetto alla maggiore esposizione dell'attività di stoccaggio alle sfide legate alla transizione energetica.
- 5.16 Per quanto riguarda invece il servizio di rigassificazione del Gnl, si riscontrano osservazioni discordanti da parte dei rispondenti. Mentre un gestore ritiene che l'attuale differenziale sia inadeguato a coprire i maggiori rischi dell'attività, gli

---

<sup>5</sup> Cfr. para. 7.51 DCO 488/2021/R/COM.

utenti del servizio auspicano una riduzione dello stesso differenziale alla luce di alcune evoluzioni recenti. Rispetto a queste ultime, si sottolinea quanto di seguito:

- sebbene la maggiore centralità della rigassificazione di Gnl nel *mix* di approvvigionamento italiano (e in particolare il minore apporto delle importazioni via gasdotto) possa aumentare la domanda di accesso ai terminali, lo sviluppo di nuova capacità di rigassificazione – in *primis* in Italia, con le FSRU di Piombino e Ravenna, ma anche a livello europeo –, potrebbe altresì aumentare la competizione tra i diversi terminali ed esporli maggiormente alle dinamiche del mercato del gas e al rischio di sottoutilizzo;
- le misure che consentono una maggiore copertura dei ricavi dei terminali di rigassificazione si applicano unicamente ad alcuni dei terminali, quelli del decreto-legge 17 maggio 2022, n. 50, e non garantiscono la copertura di tutti i ricavi di riferimento, avendo un *budget* predefinito;
- la recente introduzione di un meccanismo di *sharing* nel caso in cui i ricavi totali effettivi dell'impresa di rigassificazione siano superiori ai ricavi di riferimento (riconosciuti sulla base del *framework* regolatorio) permette una parziale condivisione con il sistema degli eventuali maggiori ricavi che, nel quadro regolatorio previgente, erano invece interamente trattenuti dal gestore.

5.17 Nel complesso, si ritiene che il rischio del servizio di rigassificazione possa considerarsi simile a quello a cui le imprese sono state esposte negli ultimi anni.

5.18 Sulla base di quanto descritto precedentemente e della conferma del *beta* vigente per il servizio di trasporto gas, l'Autorità ritiene opportuno confermare anche i *beta* vigenti per i servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl, come indicato nella Tabella 4.

**Tabella 4 – Coefficiente  $\beta^{asset}$  per i servizi di stoccaggio e rigassificazione del Gnl**

Servizio	Riconosciuto 2022-2024	2025-2027
Stoccaggio	0,506	0,506
Rigassificazione	0,524	0,524

## 6. Decorrenza e durata dei parametri di *beta*

### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

6.1 Per quanto riguarda la decorrenza e il periodo di applicazione dei valori del parametro *beta*, anche al fine di poter operare valutazioni complessive e contestuali circa i diversi parametri che concorrono alla determinazione del tasso di remunerazione del capitale, l'Autorità ha espresso l'orientamento che:

- l'aggiornamento dei valori dei parametri *beta* sia, per quanto possibile, allineato con le tempistiche di definizione dei criteri del WACC;
- il valore dei parametri possa essere mantenuto invariato per tutto il periodo di regolazione del WACC (attualmente pari a 6 anni).

## Allegato A

6.2 Pertanto, l’Autorità ha proposto che in esito al presente procedimento possano essere rideterminati i parametri *beta* di tutti i servizi infrastrutturali energetici e che la prossima valutazione circa un eventuale aggiornamento del parametro *beta* avvenga in occasione della revisione del TIWACC per il 3PWACC, a decorrere dal 2028, e i valori definiti siano poi mantenuti invariati per la durata del futuro 3PWACC.

### Esito della consultazione

6.3 Rispetto all’allineamento dell’aggiornamento dei *beta* con le tempistiche di definizione dei criteri del WACC è emersa una generale condivisione, sebbene due soggetti ritengano che l’approccio precedentemente impiegato, con aggiornamento dei *beta* nell’ambito della revisione tariffaria specifica del servizio regolato di riferimento, sia stato efficace. Gli stessi soggetti richiedono che, qualora l’Autorità si orientasse verso un allineamento delle tempistiche per l’aggiornamento dei *beta* con quelle previste per l’aggiornamento degli altri parametri, questo avvenga comunque sulla base di un’analisi specifica e approfondita del contesto dei singoli servizi.

6.4 Rispetto alla durata dei valori del *beta*, in particolare quelli che saranno fissati in occasione della revisione del TIWACC per il 3PWACC, si riscontra invece minore uniformità nelle risposte. Da una parte, alcuni gestori regolati concordano con la proposta di mantenere invariati i valori del *beta* per tutto il 3PWACC, senza revisioni infra-periodo, al fine di favorire stabilità e certezza del quadro di regolazione. In particolare, un gestore non ritiene necessaria la previsione di meccanismi di revisione infra-periodo in quanto, al verificarsi di eventi eccezionali, l’Autorità potrà comunque valutare ed eventualmente effettuare interventi di carattere straordinario. Dall’altra parte, gli utenti dei servizi infrastrutturali intervenuti non ritengono pienamente condivisibile la proposta di mantenere invariati i *beta* per l’intero 3PWACC e suggeriscono di prevedere un aggiornamento infra-periodo, viste le incertezze rispetto all’evoluzione delle condizioni macroeconomiche e del contesto energetico globale.

6.5 Alcuni rispondenti hanno ritenuto premature le proposte dell’Autorità circa la durata dei valori del *beta* per il 3PWACC, suggerendo che simili valutazioni siano rimandate alla consultazione in vista del 3PWACC.

6.6 Infine, due rispondenti hanno evidenziato l’opportunità di rimandare ad un periodo successivo o al 3PWACC l’eventuale aggiornamento del *beta* per il settore della distribuzione gas. In particolare, un rispondente ha motivato la richiesta alla luce della prevista applicazione al settore della metodologia ROSS dal 2026 e le incertezze che stanno interessando il settore.

### Decisione finale

6.7 Anche alla luce della generale condivisione da parte dei rispondenti, l’Autorità intende confermare gli orientamenti prospettati in fase di consultazione circa la decorrenza e il periodo di applicazione dei valori del parametro *beta*. Nello specifico, in esito al presente procedimento, l’Autorità ritiene opportuno

## Allegato A

rideterminare i parametri *beta* di tutti i servizi infrastrutturali energetici, prevedendo altresì che la prossima valutazione circa un eventuale aggiornamento dei *beta* avverrà in occasione della revisione del TIWACC per il 3PWACC che prenderà avvio nel 2028.

- 6.8 Per quanto riguarda invece la durata di applicazione dei parametri *beta* nel corso del 3PWACC, e in particolare la prospettata invarianza dei *beta* che saranno applicati dal 2028 per l'intero 3PWACC, si rimandano le opportune valutazioni al procedimento per la revisione del TIWACC per il periodo in questione.

### **7. Aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi per il sub-periodo 2025-2027**

#### **Parametri di tassazione**

##### Orientamenti dell'Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 7.1 Il comma 6.1 del TIWACC prevede che il valore aggiornato dei parametri *T* e *tc* sia determinato sulla base di un'analisi della normativa fiscale rilevante e dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2022-2023.
- 7.2 Non essendo in quel momento ancora disponibili i dati definitivi relativi all'esercizio 2023, in sede di consultazione l'Autorità ha riportato gli esiti degli approfondimenti svolti sul biennio 2021-2022. Questi hanno confermato un livello effettivo di *tax rate* leggermente inferiore a quello riconosciuto, ossia prossimo o poco superiore al 28%, per un campione significativo di imprese appartenenti ai settori regolati infrastrutturali.
- 7.3 Alla luce delle evidenze emerse, quali in particolare (i) una significativa discesa dell'incidenza fiscale negli anni 2020 e 2021 dovuta ad agevolazioni fiscali per arginare gli effetti macroeconomici legati alla pandemia da Covid-19 e (ii) un'elevata differenziazione dell'incidenza fiscale tra attività regolate e tra gestori, l'Autorità ha consultato i seguenti orientamenti:
- per il parametro *tc*, un valore pari al 24%, corrispondente all'aliquota IRES;
  - per il parametro *T*, un valore compreso tra il valore desumibile dalle evidenze disponibili (sulla base dei dati del 2022 mediamente pari al 28%) e il valore attualmente riconosciuto pari a 29,5%, esplicitando che l'orientamento finale dell'Autorità terrà conto anche dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nell'esercizio 2023.
- 7.4 Inoltre, l'Autorità ha posto in consultazione l'opportunità di differenziare il peso della fiscalità per i diversi settori regolati.

#### Esito della consultazione

- 7.5 In generale, mentre si riscontra una generale condivisione circa la quantificazione proposta per il parametro *tc*, i rispondenti hanno espresso valutazioni divergenti rispetto al parametro *T*.

## Allegato A

- 7.6 Da una parte, la maggioranza dei gestori regolati non condivide la proposta di rivedere al ribasso il parametro  $T$ , in quanto ritiene più appropriato l'utilizzo di un *tax rate* "normalizzato" (ovvero depurato dagli effetti di natura non ricorrente e dal ricorso agli incentivi fiscali). In particolare, diversi operatori ritengono che gli effetti di operazioni straordinarie dovrebbero essere sterilizzati, in quanto queste non rientrano nel *business as usual* delle società e non riguardano tutte le imprese regolate. Inoltre, alcuni soggetti hanno sottolineato che alcuni incentivi fiscali non saranno più disponibili in futuro (ad esempio il c.d. ACE, Aiuto alla Crescita Economica) e che la riduzione del parametro  $T$ , in linea con il *tax rate* effettivo, porterebbe alla totale neutralizzazione dei benefici fiscali introdotti dalla normativa primaria; secondo gli stessi soggetti, ciò non sarebbe in linea con quanto fatto dall'Autorità in sede di approvazione del TIWACC (si veda Relazione Tecnica alla deliberazione 614/2021/R/COM, paragrafo 9.5). Per questi motivi, diversi operatori ritengono che il parametro  $T$  dovrebbe essere rivisto al rialzo, e quantificato in un valore non inferiore al 30%.
- 7.7 Dall'altra parte, gli utenti dei servizi infrastrutturali intervenuti in sede di consultazione condividono quanto prospettato dall'Autorità nel DCO e ritengono giustificata la quantificazione del parametro  $T$  attorno al 28%, in linea con le evidenze riscontrate.
- 7.8 Anche rispetto all'opportunità di differenziare il peso della fiscalità tra settori non si riscontra una posizione univoca. Mentre alcuni soggetti attivi nei servizi regolati dell'energia elettrica si sono detti a favore di una diversa quantificazione del parametro  $T$  tra settori, altri non ritengono ci siano sufficienti evidenze a supporto di una simile scelta (anche vista la presenza di numerose gestioni multisettoriali) o la ritengono non coerente con la filosofia e impostazione del TIWACC.

### Decisione finale

- 7.9 Con riferimento al parametro  $T$ , gli approfondimenti svolti, considerando anche l'incidenza fiscale rilevata nell'esercizio 2023, portano ad un livello di *tax rate* medio (ponderato per tener conto delle dimensioni delle imprese del campione esaminato) per il biennio 2022-2023 oscilla tra il 28% e il 29%, con un *trend* al rialzo nel 2023 e con rilevanti differenze tra gestori e talune differenze tra settori (in particolare, un'incidenza fiscale significativamente più bassa per i servizi di distribuzione *multiutility* elettrico e gas rispetto alle altre attività infrastrutturali, nonché per alcune società di distribuzione gas soprattutto nell'anno 2023).
- 7.10 In generale, la differenza tra incidenza fiscale effettiva e incidenza teorica è, come noto, riconducibile alle cosiddette variazioni fiscali in aumento o diminuzione che determinano differenze tra il reddito lordo registrato in bilancio e il reddito imponibile. Tali variazioni, tra le quali le agevolazioni fiscali a favore delle imprese, dipendono anche dalle scelte da queste effettuate tra le diverse opzioni offerte dalla normativa fiscale. In tal senso, si precisa che, come evidenziato da alcuni rispondenti alla consultazione, effettuare una normalizzazione dell'incidenza fiscale comporterebbe una complessa attività amministrativa con un elevato grado di soggettività nelle sue conclusioni.

## Allegato A

- 7.11 Inoltre, l’Autorità ritiene che la fissazione del parametro *T* sulla base del livello medio registrato dall’insieme degli operatori analizzati nel periodo considerato non porti, diversamente da quanto indicato da una parte dei rispondenti, alla completa neutralizzazione dei benefici fiscali previsti dalla normativa fiscale: è, infatti, evidente che per i soggetti che hanno sfruttato gli incentivi fiscali è possibile trattenere interamente o parte dei benefici fiscali, anche nel caso in cui il livello di tassazione riconosciuto sia fissato pari al livello medio registrato dall’insieme degli operatori.
- 7.12 Conseguentemente, l’Autorità intende, in primo luogo, ai sensi del comma 6.1 del TIWACC 2022-2027, prendere a riferimento, per la determinazione del parametro *T*, l’effettivo livello dell’incidenza fiscale rilevato nel biennio 2022-2023 e mantenerlo unico per tutti i settori infrastrutturali. In particolare, rispetto all’opportunità di differenziare il peso della fiscalità tra i diversi settori regolati, l’Autorità ritiene, in conformità a quanto espresso dalla maggioranza dei rispondenti, che non ci siano sufficienti evidenze a supporto di una simile scelta e che tale modalità sarebbe amministrativamente complicata, anche vista la presenza di numerose gestioni multisettoriali e di una differenziazione del livello di incidenza fiscale effettiva anche tra gestori che svolgono la stessa attività.
- 7.13 Inoltre, relativamente all’evoluzione della normativa fiscale rilevante, l’Autorità intende, ai sensi del citato comma 6.1 del TIWACC, tenere in debito conto gli effetti dei principali provvedimenti in materia di tassazione dei redditi delle società di capitale in vigore nel 2024, non riflessi dunque nel livello effettivo di *tax rate* medio per il periodo 2022-2023, e, in particolare, la maggiorazione del costo del lavoro in deduzione in presenza di nuove assunzioni e la contestuale abrogazione dell’ACE (Aiuto alla Crescita Economica)<sup>6</sup>. In relazione a tali effetti, l’ISTAT<sup>7</sup> stima che, mentre la maggiorazione del costo del lavoro in deduzione in presenza di nuove assunzioni avrà benefici modesti sul carico fiscale delle imprese, l’abrogazione dell’ACE comporterà un aggravio fiscale per una quota significativa delle imprese operanti nei servizi di pubblica utilità, con un impatto stimato sulle aliquote effettive di impresa di circa 1 punto percentuale.
- 7.14 Conseguentemente, in linea con quanto segnalato dalla maggioranza dei rispondenti, l’Autorità intende sterilizzare l’effetto dell’abrogazione dell’ACE, tenendo in debito conto l’aumento del carico fiscale a partire dall’esercizio 2024.
- 7.15 Con riferimento, invece, al riordino fiscale che intenderebbe operare la legge di delega sulla riforma fiscale (legge 9 agosto 2023, n. 111), si ritiene che, nelle more

---

<sup>6</sup> L’ACE è una deduzione, dal reddito imponibile netto, di un importo che corrisponde al rendimento figurativo degli incrementi di capitale proprio realizzati a partire dal 2011. La finalità dell’agevolazione è quella di incentivare le imprese che si finanziano con capitale proprio.

<sup>7</sup> Si fa riferimento al documento “Prospettive per l’economia” pubblicato da Istat il 5 luglio 2024. Nel documento, tra l’altro, le simulazioni sugli effetti dei principali provvedimenti in materia di tassazione dei redditi delle società di capitale in vigore nel 2024 sono state realizzate utilizzando il modello di microsimulazione Istat-MATIS.

## Allegato A

del completamento della riforma, non sussistano evidenze che possano sostenere, ad oggi, una variazione ulteriore dei parametri fiscali.

- 7.16 In conclusione, in relazione alle evidenze disponibili, l’Autorità intende operare le scelte di seguito esposte in relazione ai parametri di tassazione per tutti i settori infrastrutturali considerati, ai sensi del comma 6.1 del TIWACC 2022-2027:
- confermare per il parametro  $tc$ , un valore pari al 24%, corrispondente all’aliquota IRES;
  - fissare, in via prudenziale e tenendo conto dell’abrogazione dell’ACE, il parametro  $T$  pari a 29,8%.

### Altri parametri

#### Orientamenti dell’Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 7.17 Come richiamato nella Parte I, ai sensi dell’articolo 6 del TIWACC, l’Autorità è tenuta ad aggiornare, per il sub-periodo 2025-2027, i parametri comuni a tutti i servizi infrastrutturali energetici regolati. Il medesimo TIWACC definisce i criteri per l’aggiornamento di tali parametri i quali, ad eccezione di quelli relativi alla tassazione, sono basati sull’evoluzione delle variabili macroeconomiche e non sono frutto della discrezionalità dell’Autorità. Per semplicità, di seguito si riporta quanto previsto dal TIWACC circa le modalità di aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi per il sub-periodo 2025-2027.
- 7.18 Il valore aggiornato del parametro tasso di rendimento delle attività prive di rischio, espresso in termini nominali ( $RF^{nominal}$ ), deve essere determinato secondo i medesimi criteri di cui al comma 3.3 del TIWACC, come media dei tassi di rendimento di titoli di Stato decennali di Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania, considerando il periodo di osservazione ottobre 2023 – settembre 2024.
- 7.19 Il valore aggiornato del parametro *Forward premium* ( $FP$ ) deve essere determinato secondo i criteri di cui al comma 3.5 del TIWACC, considerando il periodo 30 settembre 2024 - 30 settembre 2026.
- 7.20 Il valore aggiornato del tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato ( $isr$ ) deve essere determinato secondo i medesimi criteri di cui al comma 3.4 del TIWACC, considerando un periodo di osservazione coerente con quello del parametro  $RF^{nominal}$ . Il valore aggiornato del parametro inflazione attesa ( $ia$ ) deve essere determinato facendo riferimento alle ultime stime della Banca Centrale Europea disponibili al momento dell’aggiornamento del WACC.
- 7.21 Il valore aggiornato del premio per il rischio Paese ( $CRP$ ) deve essere determinato secondo i medesimi criteri di cui al comma 3.6 del TIWACC, considerando:
- a) il parametro  $SPREAD$  (ovvero la differenza tra la media del rendimento richiesto per i titoli di Stato decennali italiani e quello richiesto per i titoli di Stato di Paesi a *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P) sulla base di un periodo di osservazione coerente con quello del parametro  $RF^{nominal}$ , ossia gli anni 2023-2024;

## Allegato A

- b) il parametro  $FP^{CRP}$  (ovvero lo *spread* prospettico tra titoli di Stato italiani e i titoli dei Paesi dell'Eurozona a *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P) valutato sullo stesso orizzonte considerato per il calcolo del parametro  $FP$ .
- 7.22 Il valore aggiornato dell'indice di costo del nuovo debito  $iBoxx^{spot}$  (ovvero la media dei rendimenti *spot* degli indici  $iBoxx$  relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni) è determinato sulla base del valore *spot* rilevato al momento dell'aggiornamento nell'anno 2024. Il valore aggiornato dell'indice di costo del debito esistente  $iBoxx^{10y}$  (ovvero la media, calcolata su un orizzonte temporale relativo agli ultimi dieci anni, dei rendimenti degli indici  $iBoxx$  di cui sopra) è determinato considerando come periodo di osservazione gli anni dal 2015 al 2024.

### Esito della consultazione

- 7.23 Diversi soggetti hanno sottolineato l'importanza di confermare le regole già definite nel TIWACC per l'aggiornamento infra-periodo dei parametri del WACC comuni a tutti i servizi infrastrutturali, al fine di garantire stabilità regolatoria, prevedibilità e trasparenza.
- 7.24 Alcuni rispondenti hanno, tuttavia, formulato osservazioni anche su altri elementi al di fuori dell'oggetto della consultazione e per i quali, secondo i criteri definiti nel TIWACC, non è previsto un aggiornamento in sede di revisione infra-periodo, nello specifico:
- il paniere di riferimento nella definizione del tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
  - il peso del nuovo debito e altri parametri relativi al calcolo del costo del debito ( $Kd$ );
  - ulteriori parametri relativi al calcolo del WACC rispetto a quelli citati nel paragrafo precedente.
- 7.25 In relazione al tasso di rendimento delle attività prive di rischio ( $RF^{nominal}$ ), due rispondenti ritengono che la Francia andrebbe esclusa dal paniere di riferimento utilizzato nel calcolo, poiché il suo *rating* è stato di recente ridotto ad AA-. Gli stessi soggetti suggeriscono di includere nel paniere di riferimento l'Irlanda, dando priorità al Paese con prodotto interno lordo (PIL) maggiore tra quelli con *rating* pari o maggiore ad AA. Inoltre, un ulteriore soggetto ha chiesto chiarimenti rispetto all'inclusione della Francia nel calcolo del  $RF^{nominal}$ , suggerendo che la revisione al ribasso del *rating* dovrebbe portare alla sua esclusione.
- 7.26 Un rispondente ha richiesto chiarimenti circa la metodologia di arrotondamento utilizzata nel calcolo dei parametri  $RF^{nominal}$ ,  $SPREAD$ ,  $iBoxx^{spot}$ ,  $iBoxx^{10y}$ ,  $isr$ ,  $FP$  e  $FP^{CRP}$ . Inoltre, lo stesso soggetto ha chiesto se fosse possibile valutare il passaggio a Reuters (ora Eikon Refinitiv) come fonte dati per il parametro  $isr$  invece di ICAP.
- 7.27 Diversi rispondenti ritengono che il peso del nuovo debito ( $\varphi_{new}$ ) nel prossimo sub-periodo debba essere incrementato, a fronte dei significativi investimenti

## Allegato A

previsti nei prossimi anni. Gli stessi propongono un peso del nuovo debito in un *range* tra 25% e 35%, in aumento rispetto al 15% attualmente previsto nel TIWACC per l'intero 2PWACC. Alcuni soggetti chiedono che, qualora questa modifica non fosse percorribile, si tenga conto di questa esigenza nella definizione degli altri parametri oggetto di aggiornamento con il presente procedimento.

- 7.28 Alcuni soggetti suggeriscono l'opportunità di rivedere il coefficiente di gradualità per il costo del debito ( $\gamma$ ), cioè il peso associato alla nuova metodologia di calcolo del costo del debito nel prossimo sub-periodo, modificando il peso previsto per il sub-periodo 2025-2027 (pari a 66,6% per la nuova metodologia) o mantenendolo costante al livello previsto per l'attuale sub-periodo (33,3%). In particolare, tali soggetti ritengono che il nuovo approccio per il calcolo del costo del debito non riesca a catturare a pieno il costo del debito storico e/o che il peso attribuito al nuovo costo del debito non rifletta le crescenti esigenze di investimento.
- 7.29 Un operatore ritiene che il periodo di osservazione per il calcolo del costo del nuovo debito (*iBoxx<sup>spot</sup>*) andrebbe allineato a quello considerato per il tasso di rendimento delle attività prive di rischio. Lo stesso soggetto suggerisce, inoltre, di utilizzare un orizzonte coerente con quello dell'aggiornamento triennale per la definizione dei parametri relativi al *forward premium* (*FP* e *FP<sup>CRP</sup>*).
- 7.30 Pur riconoscendo che il tema non sia oggetto del presente procedimento, un soggetto riterrebbe opportuno approfondire la migliore modalità per uniformare il metodo usato per lo scorporo dell'inflazione applicato rispettivamente al parametro *RF<sup>nominal</sup>* (rilevante per il *Ke*) e ai parametri *iBoxx* (rilevanti per il *Kd*).
- 7.31 Un altro partecipante alla consultazione suggerisce una differenziazione nella determinazione di alcuni parametri usati nel calcolo del costo del capitale per le imprese di minori dimensioni.
- 7.32 Infine, diversi gestori ritengono opportuno che gli elementi di contesto e le sfide che interessano i diversi settori siano tenuti in considerazione nella fissazione dei valori del WACC, in particolare alla luce delle ingenti necessità di investimento e delle conseguenze negative che potrebbero derivare da eventuali sotto-investimenti nei settori oggetto di analisi, giudicate molto superiori rispetto ai potenziali impatti tariffari derivanti da un aumento del WACC. Al riguardo, alcuni soggetti, nell'ottica di salvaguardare la stabilità economico-finanziaria, ritengono opportuno che il WACC venga confermato al valore riconosciuto nell'attuale sub-periodo. Infine, un soggetto richiede di compensare la mancata applicazione, da parte dell'Autorità, del meccanismo di *trigger* per il 2023, al fine di assicurare una corretta copertura dei costi di capitale nell'arco dell'intero periodo regolatorio.

### Decisione finale

- 7.33 Come detto, le osservazioni riportate nel paragrafo precedente esulano dall'oggetto della consultazione, in quanto relative a parametri che non sono oggetto di aggiornamento in sede di revisione infra-periodo sulla base delle previsioni del TIWACC.

## Allegato A

7.34 Pertanto, l’Autorità non ritiene opportuno dare seguito a tali osservazioni né apportare modifiche in questa sede ai parametri non oggetto di aggiornamento ai sensi del TIWACC. I suddetti parametri, comuni a tutti i servizi, saranno quindi aggiornati secondo le tempistiche e le modalità già previste dal TIWACC.

### 8. Meccanismo di *trigger*

#### Conferma del meccanismo di *trigger* per il sub-periodo 2025-2027

##### Orientamenti dell’Autorità nel DCO 342/2024/R/COM

- 8.1 Ai sensi del comma 8.3 del TIWACC, l’Autorità è tenuta a valutare l’eventuale conferma del meccanismo di *trigger* per il secondo sub-periodo (anni 2026 e 2027) nell’ambito del procedimento di aggiornamento dei parametri comuni per tutti i servizi di cui all’Articolo 6 del TIWACC, in funzione delle condizioni del quadro macroeconomico e della situazione congiunturale.
- 8.2 Alla luce delle incertezze del quadro macroeconomico, l’Autorità, in sede di consultazione, ha ritenuto opportuno confermare, anche per gli anni 2026 e 2027, l’applicazione di un meccanismo di *trigger*.
- 8.3 Rispetto alle modalità di applicazione e, in particolare, per la verifica dell’attivazione del *trigger*, l’Autorità ha ritenuto opportuno considerare anche l’aggiornamento dei parametri di inflazione attesa (*ia*) e *Forward Premium* (*FP* e *FP<sup>CRP</sup>*), i quali, nel meccanismo di *trigger* applicato nel primo sub-periodo, erano aggiornati solo nell’eventualità in cui si attivasse il *trigger* e non anche ai fini della verifica del *trigger* stesso.
- 8.4 L’Autorità ha, infine, espresso l’orientamento di valutare una riduzione della soglia per l’attivazione del meccanismo di *trigger*, da 50 bps a 30 bps, al fine di intercettare più prontamente eventuali dinamiche che possano comportare una variazione delle condizioni di finanziamento delle imprese.

##### Esito della consultazione

- 8.5 In generale, i rispondenti hanno accolto con favore la conferma del meccanismo di *trigger* per gli anni 2026 e 2027. Inoltre, alcuni soggetti si sono detti favorevoli al mantenimento del meccanismo di *trigger* anche per i periodi regolatori successivi.
- 8.6 Con riferimento alla verifica dell’attivazione del *trigger*, tra i rispondenti non è emersa una posizione condivisa. In particolare:
- alcuni soggetti hanno accolto positivamente la proposta di considerare anche i parametri di inflazione attesa (*ia*) e *Forward premium* (*FP* e *FP<sup>CRP</sup>*) per la verifica dell’attivazione del *trigger*;
  - alcuni soggetti non concordano con l’inclusione di tali parametri nel calcolo per la verifica dell’attivazione del *trigger* e suggeriscono di mantenere invariati i criteri previgenti;

## Allegato A

- altri soggetti hanno proposto di ricomprendere nel calcolo per la verifica dell'attivazione del *trigger* tutti i parametri comuni ai servizi infrastrutturali energetici che possono variare nel corso del periodo regolatorio.
- 8.7 Con riferimento alla riduzione della soglia per l'attivazione del meccanismo di *trigger*, non è emersa una posizione univoca.
- 8.8 In particolare, da una parte, gli utenti dei servizi infrastrutturali intervenuti in sede di consultazione e alcuni gestori regolati hanno accolto positivamente la proposta di riduzione del valore soglia del *trigger*, in quanto incrementerebbe la reattività alle condizioni di mercato del meccanismo stesso e rappresenterebbe quindi un fattore di mitigazione del rischio finanziario d'impresa. Inoltre, gli utenti dei servizi infrastrutturali ritengono che una soglia più bassa riduca il rischio di sfasamenti tra le condizioni di mercato e il tasso di remunerazione riconosciuto, permettendo una correzione del WACC in tempi più rapidi, senza attendere variazioni troppo marcate, che rischierebbero di compromettere la corretta remunerazione degli investimenti.
- 8.9 Di contro, altri gestori regolati non condividono la riduzione della soglia da 50 bps a 30 bps, in quanto renderebbe il meccanismo troppo volatile rispetto alle condizioni di mercato, con conseguente minore stabilità nel breve termine per le decisioni di investimento. Un soggetto ritiene che la maggiore volatilità nei rendimenti delle società porterebbe ad un maggior grado di rischio e quindi ad un maggior costo del capitale. Alcuni dei soggetti sottolineano poi come questa proposta rischi di riflettere anche cambiamenti temporanei nelle condizioni dei mercati anziché solamente cambiamenti strutturali. Inoltre, è stato evidenziato come questa riduzione porterebbe ad una maggior probabilità di riduzioni del WACC, vista l'aspettativa di riduzioni dei tassi di interesse. Infine, un soggetto ha sottolineato che, qualora l'Autorità decidesse di confermare la riduzione della soglia, sarebbe opportuno prevedere l'attivazione del meccanismo di *trigger* solo in presenza di variazioni del WACC in aumento.
- 8.10 Inoltre, alcuni soggetti ritengono che la mancata applicazione del meccanismo di *trigger* per l'anno 2023 sia stato penalizzante, in quanto la soglia dei 50 bps non è stata raggiunta anche a fronte di un aumento significativo dei tassi di interesse.
- 8.11 Infine, un'impresa di distribuzione ha proposto l'applicazione di un valore soglia pari a 40 bps, ad un livello intermedio tra il valore attuale (50 bps) e quello proposto nel DCO (30 bps). Lo stesso soggetto ritiene, infatti, che a volte l'attuale soglia potrebbe dimostrarsi troppo elevata per intercettare correttamente alcune dinamiche di mercato, mentre il nuovo valore proposto rischia di introdurre un elemento di eccessiva volatilità.

### Decisione finale

- 8.12 Alla luce della generale condivisione per gli orientamenti sul meccanismo di *trigger* emersa in fase di consultazione, l'Autorità ritiene appropriato confermare l'applicazione del meccanismo per il prossimo sub-periodo 2025-2027.

## Allegato A

- 8.13 Inoltre, per quanto riguarda la metodologia per la verifica dell'attivazione del *trigger*, in linea con quanto proposto in sede di consultazione, anche in ottica di semplicità e di coerenza regolatoria, l'Autorità ritiene opportuno considerare anche l'aggiornamento dei parametri di inflazione attesa (*ia*) e *Forward premium* (*FP* e *FP<sup>CRP</sup>*).
- 8.14 Infine, si ritiene opportuno confermare la riduzione della soglia di attivazione del *trigger* a 30 bps; infatti, come osservato in sede di consultazione, con la soglia di attivazione attuale il meccanismo non sempre è stato in grado di intercettare adeguatamente variazioni nei valori di mercato. Pertanto, si ritiene opportuno procedere con un abbassamento della soglia che permetta un adeguamento più tempestivo rispetto a mutamenti nelle condizioni di mercato che possono influenzare le condizioni di finanziamento delle imprese.

**PARTE III**  
**AGGIORNAMENTO DEI PARAMETRI COMUNI A TUTTI I SERVIZI**  
**INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI ELETTRICO E GAS PER IL SECONDO**  
**SUB PERIODO (2025-2027)**

**9. Introduzione**

- 9.1 Nella presente Parte III si illustrano le modalità di aggiornamento dei parametri comuni a tutti i servizi ai sensi dell'articolo 6 del TIWACC 2022-2027, per il secondo sub-periodo (2025-2027); tali parametri sono, oltre ai parametri di tassazione, di cui si è detto nella precedente parte:
- a) il tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio  $RF^{nominal}$ , considerando il periodo di osservazione ottobre 2023 – settembre 2024;
  - b) il *forward premium*  $FP$ , considerando il periodo 30 settembre 2024 - 30 settembre 2026;
  - c) il tasso di inflazione  $isr$ , considerando un periodo di osservazione coerente con quello del parametro  $RF^{nominal}$ ;
  - d) l'inflazione attesa  $ia$ , determinata facendo riferimento alle ultime stime della Banca Centrale Europea disponibili al momento dell'aggiornamento;
  - e) il premio per il rischio paese  $CRP$ , considerando:
    - i.  $SPREAD$ , sulla base di un periodo di osservazione coerente con quello del parametro  $RF^{nominal}$ ;
    - ii.  $FP^{CRP}$ , considerando il medesimo periodo del parametro  $FP$ ;
  - f) l'indice  $iBoxx^{spot}$ , sulla base del valore rilevato al momento dell'aggiornamento;
  - g) l'indice  $iBoxx^{10y}$ , considerando un periodo di osservazione retrospettivo decennale dal 2015 a 2024.
- 9.2 Si ricorda che, mentre con la deliberazione 654/2022/R/COM l'Autorità aveva confermato, per l'anno 2023, i valori del WACC in vigore nell'anno 2022, con la deliberazione 556/2023/R/COM, avendo verificato l'attivazione del meccanismo di *trigger* per l'anno 2024, l'Autorità ha disposto l'aggiornamento del valore del WACC per tutti i servizi infrastrutturali regolati dei settori elettrico e gas.

**Tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio ( $RF^{nominal}$ )**

- 9.3 Il parametro  $RF^{nominal}$  è calcolato come media dei tassi di rendimento di titoli di Stato decennali di Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania (fonte dati: Eikon Refinitiv). Tale valore, calcolato per l'anno 2024 considerando il periodo di riferimento ottobre 2022 – settembre 2023, è risultato pari a 2,73%. Per l'aggiornamento di tale parametro per gli anni 2025-2027 (fatta salva la possibilità di aggiornamento per gli anni 2026 e 2027 secondo il meccanismo di *trigger*) è stato considerato il periodo di riferimento 1° ottobre 2023 – 30 settembre 2024, ed è risultato pari a 2,78%, sulla base dei dati riportati nella Tabella 5.

**Tabella 5 - Media dei tassi di rendimento dei paesi a rating elevato**

	2022 e 2023	2024 (valore corrente)	2025-2027
	1 ott 2020 30 set 2021	1 ott 2022 30 set 2023	1 ott 2023 30 set 2024
<b>Francia (FR10YT)</b>	-0,10%	2,88%	3,00%
<b>Belgio (BE10YT)</b>	-0,11%	3,00%	3,01%
<b>Paesi Bassi (NL10YT)</b>	-0,29%	2,69%	2,72%
<b>Germania (DE10YT)</b>	-0,39%	2,36%	2,41%
<b>Media AA/AAA (<math>R^{nominal}</math>)</b>	<b>-0,22%</b>	<b>2,73%</b>	<b>2,78%</b>

**Forward premium (FP)**

- 9.4 Il parametro *Forward premium (FP)* per il sub-periodo 2025-2027 (fatta salva la possibilità di aggiornamento per gli anni 2026 e 2027 secondo il meccanismo di *trigger*) è determinato come differenza tra il tasso di rendimento nominale valutato retrospettivamente e il tasso di rendimento atteso, stimato sulla base della curva dei tassi *forward* calcolata a partire dalla curva dei tassi *spot* di titoli di Stato con diverse scadenze, pubblicata dalla Banca Centrale Europea, considerando il periodo 30 settembre 2024 - 30 settembre 2026. Per l'anno 2024, considerando un orizzonte temporale di 1 anno (settembre 2024), sulla base della curva dei tassi *forward* osservata al 29 settembre 2023 (ultimo giorno disponibile del mese di settembre 2023), tale parametro è risultato pari a -0,03%. Si evidenzia al riguardo che, ai fini della verifica dell'attivazione del *trigger*, tale valore è stato calcolato con riferimento ad un orizzonte temporale di un anno, come previsto al comma 8.2 del TIWACC.
- 9.5 Ai fini dell'aggiornamento per il secondo sub-periodo, ai sensi del comma 6.3 del TIWACC, il calcolo deve essere effettuato con riferimento ad un orizzonte temporale di 2 anni, sulla base della curva dei tassi *forward* osservata al 30 settembre 2024 (ultimo giorno disponibile del mese di settembre 2024). Ciò in ragione del fatto che, come illustrato nel Rapporto della società Oxera Consulting LLP allegato alla deliberazione 314/2021/R/COM, il *Forward premium* dovrebbe riflettere il rendimento del *RF* a metà del sub-periodo; l'obiettivo è infatti quello di approssimare il *RF* medio dell'intero periodo, supponendo che l'investimento sarà distribuito in modo approssimativamente uniforme.
- 9.6 Il tasso di rendimento atteso futuro (*Forward rate AAA*) è calcolato a partire dalla curva dei tassi *spot* di titoli di Stato con diverse scadenze, pubblicata dalla Banca Centrale Europea<sup>8</sup>, sulla base della seguente formula (dove  $i_2$  e  $i_{12}$  sono i rendimenti rispettivamente a 2 e 12 anni):

<sup>8</sup>Fonte:

[https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/euro\\_area\\_yield\\_curves/html/index\\_en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index_en.html)

$$Forward\ rate = \left[ \frac{(1 + i_{12})^{12}}{(1 + i_2)^2} \right]^{\frac{1}{10}} - 1$$

9.7 Per gli anni 2025-2027, il valore del parametro *FP* risulta pari a 0,16% (Tabella 6).

**Tabella 6: Determinazione del parametro *FP***

Rendimento 2 anni AAA	2,03%
Rendimento 12 anni AAA	2,33%
<b>Tasso forward</b>	<b>2,39%</b>
Rendimento decennale AAA	2,24%
<b>Forward premium</b>	<b>0,16%</b>

#### Tasso di inflazione (*isr*)

9.8 Il tasso *isr* è calcolato come media dei tassi *swap* a dieci anni indicizzati all'inflazione riportati dall'Indice ICAP EU INFL-LKD SWAP HICP 10Y - MIDDLE RATE (fonte dati: ICAP). I dati sono rilevati in un periodo coerente con quello utilizzato per il calcolo del *RF*. Per l'anno 2024, sulla base dei valori del periodo 1° ottobre 2022 - 30 settembre 2023, tale parametro è risultato pari a 2,58%. Ai fini dell'aggiornamento per gli anni 2025-2027 (fatta salva la possibilità di aggiornamento per gli anni 2026 e 2027 secondo il meccanismo di *trigger*), è stato considerato il periodo 1° ottobre 2023 - 30 settembre 2024, e tale parametro assume valore pari a 2,26%.

#### Inflazione attesa (*ia*)

9.9 Il parametro dell'inflazione attesa (*ia*) è determinato sulla base dei dati desumibili dal Bollettino della Banca Centrale Europea. Per l'anno 2024, il valore era stato fissato pari a 2,7% sulla base delle informazioni contenute nel Bollettino Economico n. 7/2023 della Banca Centrale Europea del 9 novembre 2023. Per il periodo 2025-2027 (fatta salva la possibilità di aggiornamento per gli anni 2026 e 2027 secondo il meccanismo di *trigger*) il valore è fissato pari a 1,9%, sulla base delle informazioni contenute nel Bollettino Economico n. 7/2024 della Banca Centrale Europea del 31 ottobre 2024<sup>9</sup>, con riferimento al dato atteso per il 2026 come risultante dalla *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il quarto trimestre del 2024, riportato nel Grafico 12<sup>10</sup>; la scelta dell'anno di riferimento è

<sup>9</sup> Disponibile in italiano sul sito della Banca d'Italia: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2024/bol-eco-7-2024/bolleco-BCE-7-2024.pdf>

<sup>10</sup> Il dato puntuale è riportato sulla pagina internet della Survey of Professional Forecasters: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/ecb.spf2024q4-ee6e2cd847.en.html#toc7](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/ecb.spf2024q4-ee6e2cd847.en.html#toc7)

stata effettuata in coerenza con la determinazione del parametro *ia* nel primo sub-periodo, essendo il 2026 l'anno centrale del secondo sub-periodo<sup>11</sup>.

**Premio per il rischio paese (CRP): SPREAD e  $FP^{CRP}$**

9.10 Il parametro *SPREAD* è calcolato come differenza tra il rendimento richiesto per i titoli di Stato decennali italiani e quello richiesto per i titoli di Stato di Paesi a *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P (Belgio, Francia, Germania, Paesi Bassi)<sup>12</sup>, valutato su un orizzonte coerente con quello utilizzato per la stima del tasso *RF* (fonte dati: Eikon Refinitiv). Per l'anno 2024, sulla base dei valori del periodo ottobre 2022 - settembre 2023, tale parametro assume valore pari a 1,50%. Per l'aggiornamento di tale parametro per il secondo sub-periodo (fatta salva la possibilità di aggiornamento per gli anni 2026 e 2027 secondo il meccanismo di *trigger*) è stato considerato il periodo di riferimento 1° ottobre 2023 – 30 settembre 2024, e il valore è stato determinato pari a 1,15%, sulla base dei dati riportati nella Tabella 7.

**Tabella 7: Calcolo del parametro *SPREAD***

	2022 e 2023	2024 (valore corrente)	2025-2027
	1 ott 2020 30 set 2021	1 ott 2022 30 set 2023	1 ott 2023 30 set 2024
<b>Italia (IT10YT)</b>	0,70%	4,23%	3,93%
<b>Media AA/AAA (<math>Rf^{nominal}</math>)</b>	-0,22%	2,73%	2,78%
<b>SPREAD</b>	<b>0,92%</b>	<b>1,50%</b>	<b>1,15%</b>

- 9.11 Il parametro  $FP^{CRP}$  è determinato pari alla differenza tra:
- il parametro *FP*;
  - il *Forward premium* calcolato per i titoli di Stato italiani, secondo le medesime modalità utilizzate per il calcolo del parametro *FP*.
- 9.12 Per l'anno 2024, il valore del parametro  $FP^{CRP}$  era stato determinato pari a 0,16%, sulla base della curva dei tassi *forward* osservata con riferimento ad un orizzonte temporale di un anno (settembre 2024), sulla base della curva dei tassi *forward* osservata al 29 settembre 2023 (ultimo giorno disponibile del mese di settembre 2023).
- 9.13 Ai fini dell'aggiornamento per il secondo sub-periodo, ai sensi del comma 6.6, lettera b) del TIWACC, il calcolo deve essere effettuato con riferimento ad un orizzonte temporale biennale, ossia il rendimento atteso futuro al 30 settembre 2026, sulla base della curva dei tassi *forward* osservata al 30 settembre 2024. Il rendimento dei titoli di Stato italiani a 12 anni, poiché non è direttamente

<sup>11</sup> Cfr. para. 8.6 della relazione tecnica alla deliberazione 614/2021/R/COM.

<sup>12</sup> All'epoca di pubblicazione del TIWACC 2022-2027.

## Allegato A

disponibile nelle banche dati, è determinato mediante procedura di interpolazione tra il valore del rendimento a 10 anni e quello a 15 anni (fonte dei dati: Eikon Refinitiv).

- 9.14 Per il secondo sub-periodo, il valore del parametro  $FP^{CRP}$  risulta pari a 0,20% (Tabella 8).
- 9.15 Pertanto, il parametro  $CRP$ , determinato ai sensi del comma 3.6 del TIWACC 2022-2027, risulta pari a 1,32% per il secondo sub-periodo (nel 2024 è pari a 1,62%).

**Tabella 8: Determinazione del parametro  $FP^{CRP}$  per il secondo sub-periodo**

Rendimento ITA – 2 anni	2,50%
<i>Rendimento ITA - 10 anni</i>	3,47%
<i>Rendimento ITA - 15 anni</i>	3,82%
Rendimento ITA – 12 anni	3,60%
<b>Forward rate ITA</b>	<b>3,82%</b>
Rendimento ITA – 10 anni	3,47%
<b>Forward premium ITA</b>	<b>0,36%</b>
Parametro $FP$	0,16%
<b>Parametro <math>FP^{CRP}</math></b>	<b>0,20%</b>

### Indice $iBoxx$

- 9.16 L'indice  $iBoxx^{spot}$  è la media dei rendimenti *spot* degli indici  $iBoxx$  relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni. Per l'aggiornamento di tale parametro per il secondo sub-periodo è stato considerato il valore osservato al 30 settembre 2024 (fatta salva la possibilità di aggiornamento per gli anni 2026 e 2027 secondo il meccanismo di *trigger*).
- 9.17 L'indice  $iBoxx^{10y}$  è la media dei rendimenti desunti dagli indici  $iBoxx$  relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7–10 anni, calcolata su un orizzonte temporale relativo agli ultimi 10 anni. Per l'aggiornamento di tale parametro per il secondo sub-periodo è stato considerato il periodo decennale di riferimento ottobre 2014 – settembre 2024 (fatta salva la possibilità di aggiornamento per gli anni 2026 e 2027 secondo il meccanismo di *trigger*).
- 9.18 Per gli anni 2025-2027, il valore di tali parametri risulta rispettivamente pari a 3,60% e 2,24%, mentre per l'anno 2024, il valore di tali parametri è stato determinato rispettivamente pari a 4,61% e 2,14%, sulla base dei dati riportati nella Tabella 9 (fonte dati: S&P Global).

**Tabella 9: Calcolo parametri  $iBoxx^{spot}$  e  $iBoxx^{10y}$**

	2022 e 2023	2024 (valore corrente)	2025-2027
<b>Costo del nuovo debito</b>	Valore al 30 set 2021	Valore al 29 set 2023	Valore al 30 set 2024
<b>BBB 7-10</b> ISIN Tri DE000A0JZC93	1,16%	4,58%	3,49%
<b>BBB 10+</b> ISIN Tri DE000A0JZC10	0,77%	4,64%	3,71%
<b>Media (<math>iBoxx^{spot}</math>)</b>	<b>0,97%</b>	<b>4,61%</b>	<b>3,60%</b>
<b>Costo del debito esistente</b>	1 ott 2011 30 set 2021	1 ott 2013 29 set 2023	1 ott 2014 30 set 2024
<b>BBB 7-10</b> ISIN Tri DE000A0JZC93	2,67%	1,90%	2,04%
<b>BBB 10+</b> ISIN Tri DE000A0JZC10	2,03%	2,38%	2,44%
<b>Media (<math>iBoxx^{10y}</math>)</b>	<b>2,35%</b>	<b>2,14%</b>	<b>2,24%</b>

**Aggiornamento del WACC per il secondo sub-periodo (2025-2027)**

9.19 L'aggiornamento del WACC per il secondo sub-periodo è effettuato sulla base dei parametri comuni a tutti i servizi regolati, come riportati nella Tabella 10 (in grassetto, i valori dei parametri ricalcolati ai sensi dell'articolo 6 del TIWACC 2022-2027), e dei valori del *beta asset* specifici per ciascun servizio, come risultanti dai criteri per la determinazione del parametro *beta asset* illustrati nella Parte II della presente Relazione tecnica.

**Tabella 10: Parametri comuni a tutti i servizi**

Parametro	2022-2023	2024	2025-2027
<i>Total Market Return (TMR)</i>	6,00%	6,00%	6,00%
Componente addizionale a copertura dei costi di transazione ( <i>ADD</i> )	0,25%	0,25%	0,25%
Peso del nuovo debito ( $\varphi_{new}$ )	15%	15%	15%
Peso del debito esistente ( $\varphi_{old}$ )	85%	85%	85%
<i>Convenience premium (CP)</i>	1,00%	1,00%	1,00%
<i>Uncertainty premium (UP)</i>	0,50%	0,50%	0,50%
Aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio ( <i>T</i> )	29,50%	29,50%	<b>29,80%</b>
Aliquota fiscale per il calcolo dello scudo fiscale degli oneri finanziari ( <i>tc</i> )	24,00%	24,00%	<b>24,00%</b>
Tasso di rendimento delle attività prive di rischio, espresso in termini nominali ( $RF^{nominal}$ )	-0,22%	2,73%	<b>2,78%</b>
<i>Forward premium (FP)</i>	0,25%	-0,03%	<b>0,16%</b>
Tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato ( <i>isr</i> )	1,40%	2,58%	<b>2,26%</b>
Livello di inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea ( <i>ia</i> )	1,70%	2,70%	<b>1,90%</b>

**Allegato A**

Differenza tra la media del rendimento richiesto per i titoli di Stato decennali italiani e quello richiesto per i titoli di Stato di Paesi a <i>rating</i> almeno AA ( <i>SPREAD</i> )	0,92%	1,50%	<b>1,15%</b>
<i>Spread</i> prospettico tra titoli di Stato italiani e i titoli dei Paesi dell'Eurozona a <i>rating</i> almeno AA ( <i>FPCR<sup>P</sup></i> )	0,23%	0,16%	<b>0,20%</b>
Media dei rendimenti <i>spot</i> degli indici <i>iBoxx</i> relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni ( <i>iBoxx<sup>spot</sup></i> )	0,97%	4,61%	<b>3,60%</b>
Media dei rendimenti desunti dagli indici <i>iBoxx</i> relativi alle obbligazioni non finanziarie BBB, con riferimento alle scadenze 10+ e 7-10 anni, calcolata su un orizzonte temporale relativo agli ultimi 10 anni ( <i>iBoxx<sup>10y</sup></i> )	2,35%	2,14%	<b>2,24%</b>
Coefficiente di gradualità per il costo del debito ( $\gamma$ )	33,30%	33,30%	66,60%
<b>Tasso di rendimento delle attività prive di rischio, espresso in termini reali (RF)</b>			
	0,13%	1,58%	<b>2,13%</b>
<b>Premio per il rischio Paese, espresso in termini reali (CRP)</b>			
	1,13%	1,62%	<b>1,32%</b>

*Ai fini del calcolo del WACC, i parametri sono arrotondati alla seconda cifra decimale.*

9.20 A partire dai valori dei parametri riportati nella Tabella 10 e tenendo conto degli effetti dell'applicazione del meccanismo di gradualità per il calcolo del costo del debito previsto dal comma 3.7 del TIWACC, risultano i seguenti valori del WACC per il secondo sub-periodo 2025-2027 come riportati in Tabella 11.

**Tabella 11: Valori del WACC**

<b>Servizio</b>	<b>2022 e 2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025-2027</b>
Trasmissione energia elettrica	5,00%	5,80%	5,50%
Distribuzione e misura energia elettrica	5,20%	6,00%	5,60%
Stoccaggio	6,00%	6,60%	6,10%
Rigassificazione	6,10%	6,70%	6,20%
Trasporto gas	5,10%	5,90%	5,50%
Distribuzione e misura gas	5,60%	6,50%	5,90%