

DELIBERAZIONE 6 DICEMBRE 2018

639/2018/R/COM

**AGGIORNAMENTO DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO PER I
SERVIZI INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI ELETTRICO E GAS, PER GLI ANNI 2019-2021**

**L'AUTORITÀ DI REGOLAZIONE PER ENERGIA
RETI E AMBIENTE**

Nella 1044^a bis riunione del 6 dicembre 2018

VISTI:

- la direttiva 2009/72/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e che abroga la direttiva 2003/54/CE;
- la direttiva 2009/73/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale e che abroga la direttiva 2003/55/CE;
- il regolamento (CE) 713/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009;
- il regolamento (CE) 714/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009;
- il regolamento (CE) 715/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009;
- il regolamento (UE) 347/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013;
- il regolamento (UE) 460/2017 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 marzo 2017;
- la legge 14 novembre 1995, n. 481 e sue modifiche e integrazioni;
- il decreto legislativo 16 marzo 1999, n. 79 e sue modifiche e integrazioni;
- il decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164 e sue modifiche e integrazioni;
- la legge 27 ottobre 2003, n. 290 e sue modifiche e integrazioni;
- la legge 23 agosto 2004, n. 239 e sue modifiche e integrazioni;
- il decreto legislativo 1 giugno 2011, n. 93 e sue modifiche e integrazioni;
- la legge n. 208 del 28 dicembre 2015 (di seguito: legge 208/2015);
- la deliberazione dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (di seguito: Autorità) 4 dicembre 2014, 597/2014/R/COM;
- la deliberazione dell'Autorità 2 dicembre 2015, 583/2015/R/COM (di seguito: deliberazione 583/2015/R/COM) e il relativo Allegato A, recante "Criteri per la determinazione e l'aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale

investito per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas per il periodo 2016-2021 (*TIWACC* 2016-2021)” (di seguito: *TIWACC*);

- la deliberazione dell’Autorità 23 dicembre 2015, 654/2015/R/EEL e i relativi Allegato A, recante il “Testo integrato delle disposizioni per l’erogazione dei servizi di trasmissione e distribuzione dell’energia elettrica (TIT 2016-2019)”, come successivamente modificato e integrato, e Allegato B, recante il “Testo integrato delle disposizioni per l’erogazione del servizio di misura dell’energia elettrica (TIME 2016-2019)”, come successivamente modificato e integrato;
- la deliberazione dell’Autorità 22 dicembre 2016, 775/2016/R/GAS e il relativo Allegato A, recante “Regolazione delle tariffe dei servizi di distribuzione e misura del gas per il periodo di regolazione 2014-2019 (RTDG 2014-2019)”, come successivamente modificato e integrato;
- la deliberazione dell’Autorità 3 agosto 2017, 575/2017/R/GAS e il relativo Allegato A, recante “Regolazione delle tariffe per il servizio di trasporto e dispacciamento del gas naturale per il periodo di regolazione 2014-2017 e per il periodo transitorio 2018-2019 (RTTG)”, come successivamente modificato e integrato (di seguito: RTTG);
- la deliberazione dell’Autorità 28 settembre 2017, 653/2017/R/GAS e il relativo Allegato A, recante “Regolazione delle tariffe per il servizio di rigassificazione di gas naturale liquefatto per il periodo di regolazione 2014-2017 e per il periodo transitorio 2018-2019 (RTRG)”;
- la deliberazione dell’Autorità 27 dicembre 2017, 918/2017/R/IDR (di seguito: deliberazione 918/2017/R/IDR);
- la deliberazione dell’Autorità 8 febbraio 2018, 68/2018/R/GAS e il relativo Allegato B, recante “Regolazione delle tariffe per il servizio di stoccaggio del gas naturale per il periodo di regolazione 2015-2018 e per l’anno 2019 (RTSG)”;
- la deliberazione dell’Autorità 10 maggio 2018, 280/2018/R/GAS (di seguito: deliberazione 280/2018/R/GAS);
- la deliberazione dell’Autorità 9 ottobre 2018, 498/2018/R/COM (di seguito: deliberazione 498/2018/R/COM);
- il documento per la consultazione 6 novembre 2018, 557/2018/R/COM (di seguito: documento per la consultazione 557/2018/R/COM).

CONSIDERATO CHE:

- con la deliberazione 583/2015/R/COM, l’Autorità ha approvato il *TIWACC*, che riporta i criteri per la determinazione e l’aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per le regolazioni infrastrutturali dei settori elettrico e gas, per il periodo regolatorio del *WACC* (*PWACC*) 2016-2021;
- l’articolo 2 del *TIWACC* prevede che il *PWACC* per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas abbia durata di sei anni, con inizio l’1 gennaio 2016, e sia diviso in due *sub*-periodi, ciascuno di durata triennale;

- la deliberazione 583/2015/R/COM ha previsto un meccanismo di aggiornamento, a metà periodo, al fine di consentire aggiustamenti del tasso di remunerazione del capitale investito in funzione dell'andamento congiunturale in modo prevedibile e trasparente;
- l'articolo 5, del TIWACC, fissa le regole per l'aggiornamento *infra*-periodo del WACC, per gli anni 2019-2021, in relazione ai seguenti parametri:
 - valore del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio ($RF_p^{no\ min\ al}$);
 - livello di inflazione incorporato nel tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio (isr_p);
 - livello di inflazione utilizzato per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali (ia_p);
 - livello del premio per il rischio Paese (CRP_p);
 - livello dei parametri fiscali, relativi all'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio (T_p) e allo scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi (tc_p);
- l'articolo 6, del TIWACC, in deroga al principio generale secondo cui il livello di *gearing*, pari al rapporto tra il capitale di debito (D) e la somma (D+E) di capitale proprio (E) e capitale di debito (D), essendo specifico per ogni servizio, viene aggiornato in occasione delle revisioni periodiche della regolazione tariffaria dei singoli servizi infrastrutturali, prevede che i livelli di *gearing* da applicare per il triennio 2019-2021 siano fissati in occasione dell'aggiornamento *infra*-periodo dei *parametri base*, di cui all'articolo 5 del medesimo TIWACC, con l'obiettivo di un primo graduale aggiustamento verso livelli più vicini a quelli adottati da altri regolatori europei, comunque non superiori al valore di 0,5;
- con la deliberazione 498/2018/R/COM, l'Autorità ha avviato un procedimento per l'aggiornamento *infra*-periodo dei *parametri base* del WACC comuni a tutti i servizi infrastrutturali regolati dei settori elettrico e gas, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 5 del TIWACC, e del livello di *gearing*, secondo le previsioni dell'articolo 6 del TIWACC;
- nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM sono stati illustrati gli esiti delle elaborazioni preliminari svolte dall'Autorità in relazione agli aspetti che prevedono il mero aggiornamento di parametri sulla base di dati già pubblicamente disponibili (con riferimento a periodi di osservazione previsti dalla regolazione conclusi in data 30 settembre 2018) e di formule predeterminate e gli orientamenti dell'Autorità in relazione agli aspetti per i quali sono previsti dalla regolazione i criteri generali di aggiornamento e che richiedono valutazioni di dettaglio.

CONSIDERATO CHE:

- con riferimento al tasso di rendimento delle attività prive di rischio ($RF_p^{no\ min\ al}$):

- in relazione al triennio 2016-2018 l'Autorità ha fissato il livello del parametro pari allo 0,79%, sulla base della media dei tassi di rendimento dei titoli di Stato con scadenza decennale dei Paesi dell'Area Euro con *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P (Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania), rilevati nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015;
- l'articolo 5, comma 1, del TIWACC, prevede che il valore del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio per il triennio 2019-2021 sia calcolato come media dei tassi di rendimento dei titoli di Stato di Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania, qualora abbiano mantenuto un livello di *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P, rilevati nel periodo 1 ottobre 2017 – 30 settembre 2018;
- come evidenziato nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM, la media dei tassi di rendimento giornalieri dei titoli di Stato con scadenza decennale di Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania, che hanno mantenuto un livello di *rating* almeno AA secondo la classificazione S&P, rilevati nel periodo 1 ottobre 2017 – 30 settembre 2018 è risultata pari allo 0,64%;
- con riferimento all'inflazione incorporata nel tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio (isr_p):
 - in relazione al triennio 2016-2018, per la stima del parametro si è fatto riferimento alla media dei tassi *swap* a dieci anni indicizzati all'inflazione nell'Area Euro, rilevati nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015, pari all'1,39%, da fonte Thomson Reuters;
 - l'articolo 5, comma 2, del TIWACC prevede che il livello di inflazione incorporato nel tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio per il triennio 2019-2021 sia calcolato come media dei tassi *swap* indicizzati all'inflazione a dieci anni nell'Area Euro rilevati nel periodo 1 ottobre 2017 – 30 settembre 2018;
 - come evidenziato nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM, la media dei tassi *swap* a dieci anni indicizzati all'inflazione nell'Area Euro rilevati nel periodo 1 ottobre 2017 – 30 settembre 2018 è risultata pari all'1,62%, da fonte Thomson Reuters;
- con riferimento all'inflazione utilizzata per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali (ia_p):
 - in relazione al triennio 2016-2018, il parametro è stato fissato pari all'1,5%, facendo riferimento alle ultime previsioni della Banca Centrale Europea disponibili al momento della determinazione tariffaria;
 - l'articolo 5, comma 3, del TIWACC prevede che livello di inflazione utilizzato per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali per il triennio 2019-2021 sia determinato sulla base delle ultime previsioni della Banca Centrale Europea disponibili al momento dell'aggiornamento *infra*-periodo;
 - secondo quanto riportato nel Bollettino Economico della Banca Centrale Europea n. 6/2018 del 27 settembre 2018, sulla base delle informazioni a disposizione alla fine di agosto, le proiezioni macroeconomiche di settembre

2018 formulate dagli esperti BCE vedrebbero l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) attestarsi su una media dell'1,7% per il periodo 2018-2020; dall'indagine della BCE presso i previsori professionali (SPF) relativa al quarto trimestre del 2018, come riportata nel Bollettino Economico della Banca Centrale Europea n. 7/2018 dell'8 novembre 2018, risultano previsioni di inflazione dell'1,7% per il periodo 2018-2020, mentre solo l'inflazione media a più lungo termine attesa per l'area dell'euro, riferita in particolare al 2023, si attesterebbe su livelli più elevati;

- con riferimento al premio per il rischio Paese (CRP_p):
 - in relazione al triennio 2016-2018, è stato fissato pari all'1,0%, sulla base di analisi relative ai rendimenti obbligazionari e alla volatilità dei mercati azionari in Italia e nei Paesi con *rating* elevato;
 - l'articolo 5, comma 5, del *TIWACC* prevede che il livello del premio per il rischio Paese per il triennio 2019-2021 sia aggiornato in funzione della variazione, se superiore al 20%, dello *spread* tra BTP decennale *benchmark* italiano e *Bund* decennale tedesco tra il periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015 e il periodo 1 ottobre 2017 – 30 settembre 2018, secondo la seguente formula:

$$CRP_{II} = CRP_I \cdot \left[1 + \left(\frac{Spread^{corr}}{Spread^{base}} - 1 \right) \cdot SC \right]$$

dove:

- CRP_I è il premio per il rischio Paese che ha trovato applicazione nel triennio 2016-2018, pari all'1,0%;
- $Spread^{corr}$ è il livello medio dello *spread* tra BTP decennale *benchmark* italiano e *Bund* decennale tedesco nel periodo 1 ottobre 2017 – 30 settembre 2018;
- $Spread^{base}$ è il livello medio dello *spread* tra BTP decennale *benchmark* italiano e *Bund* decennale tedesco nel periodo 1 ottobre 2014 – 30 settembre 2015;
- SC è una variabile che assume valore 0 se lo scostamento percentuale tra $Spread^{corr}$ e $Spread^{base}$ è inferiore o uguale, in termini assoluti, al 20% e valore 1 in caso contrario;
- come evidenziato nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM, lo scostamento percentuale tra $Spread^{corr}$ e $Spread^{base}$ è risultato pari al 39% e di conseguenza, applicando la formula di cui all'articolo 5, comma 5, del *TIWACC*, il premio per il rischio Paese per il triennio 2019-2021 risulta pari all'1,39%.

CONSIDERATO CHE:

- con riferimento ai parametri fiscali, relativi all'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio (T_p) e allo scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi (tc_p):
 - in relazione al triennio 2016-2018 l'Autorità ha fissato il parametro T_p pari al 34,4%, prendendo a riferimento la stima dell'incidenza delle imposte sul risultato di esercizio effettuata in occasione della revisione tariffaria per il settore elettrico nel 2011, sulla base di analisi di dettaglio, e valutando l'impatto delle riforme fiscali adottate successivamente al 2011, e il parametro tc_p pari al 27,5%;
 - l'articolo 5, comma 4, del TIWACC prevede che il livello dei parametri T_p e tc_p per il triennio 2019-2021 sia fissato sulla base di analisi di dettaglio in modo da riflettere i livelli di tassazione vigenti al momento dell'aggiornamento *infra*-periodo;
 - per la determinazione del parametro T_p per il triennio 2019-2021 sono stati analizzati i dati dei bilanci 2016 e 2017 di un campione di imprese maggiormente rappresentativo nel settore elettricità e nel settore gas, calcolando il peso delle imposte correnti (IRES, IRAP e saldo fra imposte anticipate e differite) sostenute dalle imprese e rapportate alla medesima base imponibile (risultato *ante* imposte) per gli anni presi in considerazione e valutando le principali novità normative in materia fiscale che avranno impatto sui bilanci per le imprese per il 2018; tali novità non sembrano comportare una variazione significativa dell'incidenza fiscale delle imposte, per il suddetto esercizio 2018 e, conseguentemente, sul calcolo del parametro T_p ;
 - la legge 208/2015 (legge di stabilità 2016) ha ridotto l'aliquota IRES dal 27,5% al 24,0% a partire dal periodo d'imposta 2017, comportando una riduzione dell'onere fiscale a carico delle imprese per il 2017 e avendo un impatto favorevole anche nel calcolo delle imposte da imputare al bilancio 2016 in quanto le imprese hanno provveduto ad adeguare gli importi delle imposte anticipate sulla base della nuova aliquota IRES;
 - sulla base delle considerazioni sopra esposte e sulla base dell'analisi dei dati, riferiti alle imposte d'esercizio, desunti dai bilanci 2016 e 2017 delle imprese dei settori elettricità e gas, l'Autorità nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM ha ipotizzato un decremento del parametro T_p al 31,0% per il periodo 2019-2021, rispetto al valore di 34,4% utilizzato per il periodo 2016-2018;
 - per quanto riguarda l'aliquota per la determinazione dello scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi (tc_p), l'Autorità nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM ha ipotizzato un decremento del parametro al 24,0%, in coerenza con la riduzione dell'aliquota IRES nel triennio 2016-2018 preso in considerazione, dal 27,5% al 24,0%.

CONSIDERATO CHE:

- con riferimento al livello di *gearing*, pari al rapporto tra il capitale di debito (D) e la somma (D+E) di capitale proprio (E) e capitale di debito (D):
 - nel triennio 2016-2018 sono in vigore livelli di *gearing* pari a 0,375 (corrispondenti a un rapporto D/E pari a 0,6) per i servizi di distribuzione e misura del gas e pari a 0,444 (corrispondenti a un rapporto D/E pari a 0,8) per i restanti servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas;
 - l'articolo 6, comma 2, del TIWACC prevede che:
 - i livelli di *gearing* in vigore per il triennio 2019-2021 siano fissati in occasione dell'aggiornamento dei *parametri base*, con l'obiettivo di un primo graduale aggiustamento verso livelli più vicini a quelli adottati da altri regolatori europei, comunque non superiori al valore di 0,5;
 - vengano coerentemente aggiornati i valori del parametro $\beta^{levered}$ a partire dal valore del β^{asset} , sulla base della seguente formula di cui all'articolo 7, comma 2, del TIWACC:
$$\beta^{levered} = \beta^{asset} \cdot \left(1 + (1 - tc) \cdot \frac{D}{E} \right)$$
 - come evidenziato nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM, al fine di determinare il livello di *gearing* da assumere per il triennio 2019-2021, l'Autorità ha condotto approfondimenti in relazione al livello effettivo del rapporto D/E per le imprese che operano nei servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas in Italia, analizzando i bilanci relativi agli anni 2016 e 2017 per un campione rappresentativo di imprese operanti in tali settori, considerando, ai fini della stima del rapporto D/E, il debito a lungo termine delle imprese del campione;
 - in linea generale, l'osservazione dei dati effettivi del livello di *gearing* ha evidenziato significative differenze tra le imprese del campione, in particolare tra imprese quotate e imprese non quotate e, anche all'interno di questi due sottoinsiemi, tra imprese grandi e imprese medio-piccole;
 - dalle analisi svolte, il livello effettivo del *gearing* per le imprese quotate è risultato in media superiore al livello soglia di 0,5 previsto dall'articolo 6, comma 2, del TIWACC e tra le medesime imprese quotate si è evidenziata una differenziazione in relazione alle dimensioni d'impresa, con livelli di *gearing* anche superiori a 0,6 per le imprese maggiori, mentre il livello effettivo del *gearing* per le imprese di dimensione medio-piccola è risultato significativamente inferiore, in particolare con riferimento al servizio di distribuzione del gas;
 - nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM, l'Autorità, in relazione all'esigenza di rendere graduale l'allineamento dei livelli di *gearing* verso livelli più vicini a quelli adottati da altri regolatori europei e tenuto conto di quanto emerso dalle analisi dei livelli effettivi dello stesso *gearing*, ha espresso l'orientamento di procedere ad un riallineamento dei livelli di

gearing mantenendo una differenziazione dei livelli per i servizi di distribuzione e misura del gas rispetto agli altri servizi;

- nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM, l'Autorità per il triennio 2019-2021 ha espresso l'orientamento:
 - per i servizi infrastrutturali diversi dalla distribuzione e misura del gas, di assumere il *gearing* pari a 0,5, che corrisponde ad un rapporto D/E pari a 1;
 - per i servizi della distribuzione e misura del gas, di assumere il livello di *gearing* vigente per gli altri servizi nel triennio 2016-2018, pari a 0,444, che corrisponde ad un rapporto D/E pari a 0,8.

CONSIDERATO CHE:

- in relazione alle ipotesi riportate nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM:
 - con riferimento al tasso di rendimento delle attività prive di rischio ($RF_p^{no\ min\ al}$) e all'inflazione incorporata nel tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio (isr_p), non sono state rilevate criticità dai soggetti che hanno risposto alla consultazione;
 - con riferimento all'inflazione utilizzata per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali (ia_p), alcuni soggetti hanno obiettato che le previsioni della BCE per il lungo termine sono pari all'1,9% e che quindi sarebbe più corretto assumere, ai fini dell'aggiornamento *infra*-periodo del WACC, un valore pari all'1,8%, quale valor medio tra l'1,7%, previsto per il periodo 2018-2020 e l'1,9%, quale previsione di lungo termine;
 - con riferimento al premio per il rischio Paese (CRP_p), alcuni soggetti hanno proposto di utilizzare fonti di dati diverse da quella utilizzata dall'Autorità (*database Bloomberg*), con le quali si arriverebbe a un valore del CRP_p pari all'1,41%;
 - con riferimento ai parametri fiscali, relativi all'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio (T_p) e allo scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi (tc_p):
 - la maggior parte dei soggetti ha proposto di assumere come aliquota teorica di incidenza delle imposte il valore definito nella deliberazione 918/2017/R/IDR di aggiornamento tariffario del biennio 2018-2019 relativo al settore idrico, pari al 31,9%;
 - numerosi soggetti hanno inoltre evidenziato che, ai fini della determinazione del parametro, l'Autorità dovrebbe tener conto delle ipotesi di revisione delle agevolazioni fiscali a carico delle imprese contenute nel disegno di legge di bilancio 2019, che dovrebbero portare a un aggravio del carico fiscale a partire dal prossimo anno;

- con riferimento al livello di *gearing*, pari al rapporto tra il capitale di debito (D) e la somma (D+E) di capitale proprio (E) e capitale di debito (D):
 - la maggior parte delle imprese che gestiscono servizi infrastrutturali regolati nei settori elettrico e gas e loro associazioni hanno espresso contrarietà rispetto all'ipotesi di incrementare i livelli di *gearing*, giustificando tale posizione con argomentazioni critiche sia rispetto alle modalità adottate per il calcolo del *gearing* effettivo, sia rispetto a un presunto difetto intrinseco al meccanismo di aggiornamento *infra*-periodo che, a fronte di un adeguamento del livello del *gearing*, non prevede un contestuale aggiustamento del livello del costo del debito, producendo a supporto studi commissionati a società di consulenza;
 - rispetto alla modalità di calcolo del *gearing* effettivo, alcuni soggetti hanno sostenuto che, anche al fine di meglio riflettere il valore effettivo delle imprese e di evitare di assumere valori dell'*equity* che possono variare in base alle strategie e ai metodi contabili utilizzati dalle singole imprese, dovrebbero essere considerati:
 - per la valutazione del debito (D), il valore del debito netto (valore del debito complessivo al netto delle disponibilità liquide delle aziende) e non il valore dei debiti a lungo termine, come invece assunto dall'Autorità;
 - come valori dell'*equity* (E), i valori di mercato del capitale proprio in luogo dei valori contabili riportati nei bilanci delle imprese;
 - diversi soggetti hanno evidenziato che, sulla base di queste assunzioni, il rapporto D/E effettivo risulterebbe in linea con quello assunto in relazione al triennio 2016-2018;
 - sulla base delle argomentazioni riportate nei punti precedenti, diversi soggetti hanno sostenuto che, in assenza di previsioni del *TIWACC* in relazione all'aggiornamento del costo del debito in funzione del livello di *gearing*, quest'ultimo dovrebbe essere mantenuto costante rispetto al triennio 2016-2018 o al più dovrebbe essere fissato a un livello intermedio tra quello attuale e quello ipotizzato nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM.

CONSIDERATO CHE:

- secondo quanto previsto dall'articolo 7, comma 3, del *TIWACC*, la stima del coefficiente β viene effettuata in occasione della revisione della regolazione tariffaria relativa ai singoli servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas;
- i livelli del coefficiente $\beta^{levered}$ sono determinati sulla base della formula riportata all'articolo 7, comma 2, del *TIWACC*.

CONSIDERATO CHE:

- in relazione alle esigenze di trasparenza di cui al comma 23.6 bis della RTTG, le determinazioni oggetto della presente deliberazione non sono rilevanti ai fini della determinazione dei corrispettivi tariffari per l'anno 2019 e saranno utilizzate solo per rideterminare i ricavi di riferimento dell'attività di trasporto per l'anno 2019 in via definitiva in sede di approvazione dei ricavi di riferimento per l'anno 2020, come previsto dall'articolo 2 della deliberazione 280/2018/R/GAS.

CONSIDERATO, INFINE, CHE:

- in relazione alle osservazioni formulate rispetto alle ipotesi riportate nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM:
 - con riferimento all'inflazione utilizzata per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali (ia_p), si osserva che:
 - il valore dell'1,9% quale previsione di lungo periodo si riferisce alla previsione relativa al 2023 degli SPF, come indicato nella nota del grafico 8 riportato nel Bollettino Economico della BCE n. 7/2018 dell'8 novembre 2018;
 - le previsioni di inflazione per il periodo 2018-2020 risultano invece stabili;
 - con riferimento al premio per il rischio Paese (CRP_p), si osserva che le modalità di calcolo adottate nel documento per la consultazione sono fondate su un'unica banca dati e assicurano pertanto di effettuare un confronto tra valori omogenei, mentre tale certezza non è offerta dalle modalità alternative proposte;
 - con riferimento alle osservazioni in merito ai parametri fiscali, relativi all'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio (T_p) e allo scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi (tc_p):
 - si evidenzia che il valore del 31,9% fissato per il settore idrico è stato determinato tenuto conto dell'effettiva incidenza della tassazione complessiva, fondata, in coerenza con le previsioni tariffarie, sulla base di analisi dei bilanci 2014-2015 di imprese che operano nel settore idrico, pur tenendo conto degli effetti della riduzione dell'IRES al 24%, mentre, come già evidenziato, il livello del 31%, ipotizzato in consultazione per l'applicazione nei settori elettrico e gas, è stato calcolato facendo riferimento all'effettiva incidenza della tassazione, come desumibile dai bilanci 2016-2017, calcolando il peso delle imposte correnti (IRES, IRAP e saldo fra imposte anticipate e differite) sostenute dalle imprese e rapportate alla medesima base imponibile (risultato ante imposte), delle imprese che operano nei settori elettrico e gas, in coerenza con le

indicazioni contenute nel TIWACC in relazione alle modalità di aggiornamento dei parametri fiscali;

- in merito all'osservazione di tenere conto di ipotesi di revisione della normativa fiscale non ancora consolidata allo stato attuale, si evidenzia che il TIWACC prevede di aggiornare i parametri fiscali in modo da riflettere i livelli di tassazione vigenti;
- con riferimento al livello di *gearing*:
 - in merito alle modalità di calcolo del rapporto D/E effettivo, va segnalato che l'utilizzo dei valori contabili trova giustificazione nel fatto che l'utilizzo di valori di mercato dell'*equity* ai fini della determinazione del WACC (e del parametro β , che rappresenta il rischio sistematico dei diversi servizi) avrebbe un certo effetto di circolarità sul WACC medesimo e sul valore di mercato delle imprese;
 - in relazione all'utilizzo dei valori del debito di lungo termine, in condizioni normali e fatte salve eventuali situazioni contingenti, gli investimenti infrastrutturali sono di norma finanziati o con capitale proprio o con debiti a medio-lungo termine;
 - con riferimento alle osservazioni relative al mancato adeguamento del costo del debito a seguito dell'incremento del livello di *gearing*, va precisato che nel TIWACC:
 - il costo del debito è stato definito come somma del tasso *risk-free*, di un premio per il rischio Paese (CRP_p) e di un premio per il rischio del debito (DRP), assumendo un DRP , stabile per tutto il periodo di regolazione del WACC, ad un livello pari allo 0,5%;
 - il livello individuato del DRP è stato fissato con l'obiettivo di allineare i riconoscimenti ai livelli medi riscontrati dall'analisi dei dati effettivi sulla base di un'apposita raccolta dati condotta nel mese di agosto-settembre 2015 presso un campione rappresentativo di imprese operanti nei diversi servizi infrastrutturali, che rappresentano un *target* ragionevole anche nella prospettiva di futuri efficientamenti.

RITENUTO OPPORTUNO:

- procedere all'aggiornamento *infra*-periodo dei *parametri base* del WACC comuni a tutti i servizi infrastrutturali regolati dei settori elettrico e gas, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 5 del TIWACC, e del livello di *gearing*, secondo le previsioni dell'articolo 6 del TIWACC;
- in particolare, con riferimento ai parametri fiscali relativi all'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio (T_p) e allo scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi (tc_p), confermare gli orientamenti illustrati nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM definendo:
 - il parametro T_p pari al 31,0%;
 - il parametro tc_p pari al 24,0%;

- con riferimento all'inflazione utilizzata per la determinazione dei livelli nominali dei rendimenti per il calcolo delle imposte sui profitti nominali (ia_p), sia opportuno confermare il valore dell'1,7% riportato nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM;
- con riferimento al premio per il rischio Paese (CRP_p), sia opportuno confermare il livello indicato in consultazione;
- con riferimento al livello di *gearing*, confermare gli orientamenti illustrati nel documento per la consultazione 557/2018/R/COM, prevedendo:
 - per i servizi infrastrutturali diversi dalla distribuzione e misura del gas, di assumere il *gearing* pari a 0,5, in coerenza con quanto indicato all'articolo 6, comma 2, del *TIWACC*, che corrisponde ad un rapporto D/E pari a 1;
 - per i servizi della distribuzione e misura del gas, di assumere il livello di *gearing* vigente per gli altri servizi nel triennio 2016-2018, pari a 0,444, che corrisponde ad un rapporto D/E pari a 0,8;
- procedere alle modifiche del *TIWACC* necessarie a seguito dell'aggiornamento *infra*-periodo dei *parametri base* e del livello di *gearing*, nei termini sopra illustrati, mantenendo i criteri di arrotondamento già adottati per il primo triennio

DELIBERA

1. di aggiornare i *parametri base* del *WACC* comuni a tutti i servizi infrastrutturali regolati dei settori elettrico e gas, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 5 del *TIWACC*, e il livello di *gearing*, secondo le previsioni dell'articolo 6 del *TIWACC*, e, in particolare, di assumere per il triennio 2019-2021 i seguenti valori dei *parametri base*:
 - $RF_p^{no\ min\ al}$ pari allo 0,64%;
 - isr_p pari all'1,62%;
 - ia_p pari all'1,7%;
 - CRP_p pari all'1,4%;
 - T_p pari al 31,0%;
 - tc_p pari al 24,0%;
2. di assumere come valore di *gearing* per gli anni 2019-2021 ai fini dell'aggiornamento di cui al punto 1:
 - 0,500 per i servizi di trasmissione energia elettrica, distribuzione e misura energia elettrica, stoccaggio, rigassificazione e trasporto gas;
 - 0,444 per i servizi della distribuzione e misura del gas;
3. di definire, in applicazione della formula di cui all'articolo 7, comma 2, del *TIWACC*, i seguenti valori del $\beta^{levered}$:

- trasmissione energia elettrica: 0,616, per il triennio 2019-2021;
 - distribuzione e misura energia elettrica: 0,686, per il triennio 2019-2021;
 - stoccaggio: 0,891, per l'anno 2019;
 - rigassificazione: 0,922, per l'anno 2019;
 - trasporto gas: 0,641, per l'anno 2019;
 - distribuzione gas: 0,706, per l'anno 2019;
 - misura gas: 0,807, per l'anno 2019;
4. di approvare, sulla base dei valori di cui ai punti 1, 2 e 3, i seguenti valori del WACC per i servizi infrastrutturali dei settori elettrico e gas:
- trasmissione energia elettrica: 5,6%, per il triennio 2019-2021;
 - distribuzione e misura energia elettrica: 5,9%, per il triennio 2019-2021;
 - stoccaggio: 6,7%, per l'anno 2019;
 - rigassificazione: 6,8%, per l'anno 2019;
 - trasporto gas: 5,7%, per l'anno 2019;
 - distribuzione gas: 6,3%, per l'anno 2019;
 - misura gas: 6,8%, per l'anno 2019;
5. di aggiornare, in coerenza con quanto riportato nei precedenti punti 1, 2, 3 e 4, la Tabella 1, la Tabella 2, la Tabella 3 e la Tabella 4 del *TIWACC*;
6. di aggiungere dopo l'articolo 5, comma 5, del *TIWACC* il seguente comma:
“5.6 I valori dei parametri base del WACC in vigore nel periodo 2019-2021 sono riportati nella Tabella 1.”;
7. di aggiungere dopo l'articolo 6, comma 2, del *TIWACC* il seguente comma:
“6.3 I livelli di *gearing* in vigore per il triennio 2019-2021 sono riportati nella Tabella 2.”;
8. il presente provvedimento e la versione aggiornata del *TIWACC* sono pubblicati sul sito internet dell'Autorità www.arera.it.

6 dicembre 2018

IL PRESIDENTE
Stefano Besseghini