

## ALLEGATO C ALLA DELIBERA N. 132/23/CONS

### STIMA DEL WACC DI TIM PER L'ANNO 2023

Con riferimento alle considerazioni svolte da alcuni operatori sul calcolo della remunerazione del capitale investito (WACC), l'Autorità ritiene che l'approccio adottato nell'aggiornamento dei parametri sia ampiamente in linea con la prassi adottata ormai dalla maggior parte delle Autorità europee: ciò risulta anche dall'ultimo report del Berec *BEREC Report Regulatory Accounting in Practice 2022* BoR(22)164, ove si osserva che la maggioranza delle Autorità europee segue la *Commission Notice* sul WACC, calcolando di conseguenza i corrispondenti parametri come valutati dal Berec nei report annuali (da ultimo, "*BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice*", BoR (22) 70).

#### Il peso dell'inflazione nelle più recenti stime del WACC in Europa

Nell'ultimo periodo, successivamente alla pubblicazione della consultazione pubblica, alcune Autorità Europee hanno notificato alla Commissione europea misure regolamentari sui prezzi con un calcolo del WACC parzialmente diverso dalla metodologia della menzionata nella *Notice*, per tenere conto, nella determinazione della remunerazione del capitale investito, dell'attuale eccezionale fenomeno inflattivo.

In particolare, come citato da un operatore, nel corso del 2022, l'Autorità tedesca Bnetza ha adottato la *Commission Notice* modificando l'approccio nella valutazione del *risk free rate* (RFR) nella misura in cui lo stesso parametro è stato determinato utilizzando una media a 10 anni in luogo di una media a 5 come prescritto nella stessa *Commission Notice*. In questo modo, nel calcolo del parametro di remunerazione di un investimento "privo di rischio", si è tenuto conto anche di un periodo "più lontano" in cui i tassi di rendimento dei titoli di Stato erano più elevati rispetto alla media dei soli ultimi 5 anni (fino a fine marzo 2022).

Analogamente, ma con approccio differente, rileva l'aggiornamento annuale del WACC effettuato dal regolatore spagnolo CNMC e notificato successivamente alla Commissione (caso ES/2022/2419). L'Autorità spagnola ha adottato un WACC in linea con la *Commission Notice*, ma come nel caso tedesco, ha modificato l'approccio adottato per la stima del *risk free rate* (componente principale sia del costo dell'*Equity* che del costo del debito). In particolare, CNMC ha ritenuto che fosse necessario adottare una differente media per la stima del RFR (media pesata tra due periodi "aprile 2017- marzo 2022", finestra quinquennale utilizzata dal Berec per la stima, ed il periodo da "Aprile 2022 a Settembre 2022", non incluso nell'ultima finestra per convenzione fissata dal Berec al 1°



aprile 2022) al fine di tener conto del repentino rialzo dei tassi di interesse e quindi meglio rappresentare le attuali condizioni macroeconomiche.

In entrambi i casi, la Commissione Europea si è limitata a commentare il punto in questione, fornendo parere positivo allo schema di misura notificato dalle due Autorità.

Con particolare riferimento al caso spagnolo, la Commissione ha fornito maggiori elementi di riflessione, commentando l'approccio seguito con le seguenti parole:

*“The Commission notes that CNMC argues that a weighted averaging of the two periods is necessary to reflect current macroeconomic conditions, which are not taken into account in the latest BEREC WACC parameters report 2022. While recalling that, in principle, the NRAs must take into account the WACC notice in devising their national measures and contribute to the development of the internal market by promoting consistent regulatory approaches, **the Commission recognises that if the NRA proposes a duly justified alternative regulatory approach which is in line with the regulatory objectives set out in the Code in view of reflecting the current macroeconomic situation in the national circumstances, such approach could be pursued if duly justified in that sense in the final measure.** At the same time, given that the Commission recognises that a common approach should be found to establishing the WACC parameters, it will consider the possibility of issuing refined guidance to the NRA in this respect. **In the meantime, the Commission encourages the NRAs to engage with the Commission services ahead of the national consultations on a draft measure to explore approaches reflecting the inflationary pressure in WACC calculation.**”*

In tale prospettiva, la Commissione afferma in primo luogo l'esistenza di un tema attuale e complesso, quale quello inflattivo, che deve essere affrontato nella determinazione del WACC perché si riflette in un aumento del rendimento minimo atteso di qualsiasi investimento. Pur riconoscendo che la *Commission Notice* offre un certo grado di flessibilità per adattare la metodologia a specifiche condizioni nazionali, la Commissione sembra aver preso atto che la metodologia in vigore (data dal combinato disposto della *Notice*, per quanto attiene all'impianto metodologico, e del rapporto annuale del Berec, per quanto attiene alla stima dei parametri) potrebbe essere non del tutto adeguata a perseguire gli obiettivi regolamentari nella misura in cui non offre una rappresentazione efficiente delle condizioni di finanziamento e remunerazione del capitale, anche in un'ottica prospettica<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> In particolare la metodologia alla base della *Notice* nasce in un contesto che ancora risentiva di politiche monetarie espansive (QE), sia pur temporanee, per stabilizzare e sostenere i mercati ma non necessariamente orientato ad affrontare specificità non prevedibili che hanno influenzato le condizioni macroeconomiche in modo straordinario nel 2022 a causa sia di una fase post pandemica, che ha accelerato fortemente la domanda di prodotti e servizi mentre l'offerta rimaneva rigida, in un contesto peraltro di crisi energetica e instabilità geopolitica che hanno oltre misura rialzato i tassi di inflazione in tutta Europa come mai visto prima dal dopoguerra.



E' opportuno in questo senso considerare che il valore del WACC desunto da CNMC con la "media ponderata" di due finestre temporali, rispetto a quello derivabile applicando i parametri aggiornati del WACC con l'ultimo report del Berec al 1° aprile 2022, ha comportato un aggiustamento di +0,86 punti percentuali; tale aggiustamento è determinato sulla base di un incremento di 0,73% del RFR per la Spagna rispetto a quello pubblicato dal Berec nel 2022 pari a 0,84%, che ha comportato un WACC complessivo di 5,20% contro un valore di 4,34% ricavabile dall'aggiornamento con l'ultimo report Berec (+0,86 p.p.) e rispetto ad un valore di 4,82% precedentemente in vigore per il 2021<sup>2</sup>.

Ciò premesso, è opportuno considerare che la Commissione pur accettando l'approccio adottato da CNMC con riferimento allo specifico caso spagnolo, ha anche preso atto del fatto che, per quanto sia auspicabile giungere a uniformare la metodologia di aggiustamento tra le varie Autorità al fine di tener conto in particolare della pressione inflazionistica attualmente presente, è importante che ogni Autorità rifletta nel WACC il repentino aumento inflattivo.

Con riferimento a tale aspetto assume quindi particolare rilievo, il commento effettuato da parte della Commissione europea nella lettera C(2023) 2958 *final* del 26 aprile 2023, relativa allo schema di provvedimento notificato dall'Autorità, laddove ribadisce la richiesta alle singole Autorità di ponderare l'adeguatezza del valore del WACC adottato secondo una corretta adozione della *Notice* in relazione alla pressione inflattiva attualmente presente.

Prendendo in considerazione l'esortazione della Commissione all'Autorità, contenuta nella menzionata lettera, a motivare in modo sostanziale la logica alla base della sua decisione, si propone una parziale modifica all'approccio oggetto di notifica che tenga meglio in conto le specificità nazionali

Con riferimento al procedimento in essere, in particolare, diviene necessario considerare se le componenti inflattive nel WACC nominale calcolato in conformità alla *Notice* comunitaria e all'ultimo report Berec siano ancora adeguate per definire la remunerazione del capitale investito per la definizione dei prezzi regolati per l'anno 2023 in Italia.

#### Aggiustamento del livello di inflazione nella stima del RFR: inquadramento teorico

A tale proposito appare utile, in primo luogo, valutare l'andamento del RFR su base reale piuttosto che su base nominale nell'orizzonte temporale considerato della finestra di calcolo della media Berec, tenuto conto della necessità di mantenere coerenti le finestre temporali per la stima di tutti gli altri parametri (tutte quinquennali), e verificare se, e in quale misura, sia necessario aggiustare il livello di inflazione.

---

<sup>2</sup> Si ricorda che CNMC aggiorna il WACC annualmente e che tale valore ha particolare rilevanza ai fini dell'applicazione della metodologia ERT, non essendo presenti obblighi di orientamento ai costi dei servizi.

La valutazione reale del RFR garantisce infatti una stima del rendimento di una attività priva di rischio al netto di un tasso di inflazione incluso nel corrispondente parametro nominale.

La stima dell'andamento reale dei rendimenti sui titoli di stato a 10 anni (utilizzati per il RFR) – che andrà poi confrontata con l'andamento dell'inflazione annuale – può essere effettuata sulla base di due principali fonti: *i*) utilizzare l'andamento dei rendimenti dei *bond* di pari maturità legati al tasso di inflazione (CPI) “*Inflation linked bond*”; oppure *ii*) utilizzare, come emerso anche nell'ambito della consultazione pubblica, l'*Inflation YoY Swap* di pari maturità a quella dei BTP utilizzati per stimare il RFR.

I primi titoli sono emessi dalle banche centrali e offrono una rappresentazione dei rendimenti sui mercati secondari direttamente a valori reali e non nominali<sup>3</sup>. Il secondo tipo di titoli rappresenta invece dei derivati usati per trasferire i rischi dell'inflazione da una all'altra controparte attraverso lo scambio di denaro liquido. In particolare, tali derivati sono definiti “*zero coupon*” in quanto la transizione di pagamento avviene non anno per anno, ma a maturità solo sulla base dell'inflazione misurata. Come ogni titolo, anche tali derivati, sono scambiati sul mercato secondario fornendo indicazione dell'effettiva misura dell'inflazione nel rendimento percepita dai mercati (*break even inflation rate*).

Entrambi gli strumenti presentano dei premi per il rischio aggiuntivo legato alla incertezza sull'inflazione e premi di liquidità; per tale ragione in generale le banche centrali nell'impiego di tali *securities* quali *proxy* per l'inflazione attesa svolgono accurate analisi al fine di comprendere in quale misura il “*break even inflation rate*” possa rappresentare il tasso di inflazione prospettico in linea con la corrispondente maturità dei *bond* in esame, scevro da qualsiasi premio corrispondente.<sup>4</sup>

Il tema della effettiva rappresentazione dell'inflazione prospettica su questa classe di *securities* è in ogni caso un tema complesso e dibattuto ampiamente nell'ambito delle attività di ricerca in seno alle banche centrali e non vi è una valutazione univoca rispetto alla possibilità di dedurre e correggere il “*break even inflation rate*” con un valore scevro da ogni premio (rischio/liquidità) che agisce in eccesso o in difetto.

I primi strumenti (i) in generale risultano meno liquidi dei normali *bond* nominali non legati all'inflazione di pari maturità, in tal senso il rendimento presenta un premio di liquidità; i secondi (ii) presentano un *risk premium* incluso legato alla maggiore ponderazione del rischio di volatilità dell'inflazione stessa. Entrambi gli strumenti

---

<sup>3</sup> Si tratta delle 32 le emissioni della Banca d'Italia di BTPI (Inflation linked) in circolazione per un valore di 243 Mld di euro con una cedola media di 0,5% e maturità media di 10,8 anni emessi sin dal 2004. (<https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/titoli-circolazione/index.html>)

<sup>4</sup> A. Kupfer, *Jurnal of economic surveys* (2018) Vol 32, No. 5, pp 1326-1354 “Estimating inflation risk premia using inflation linked bonds: a review”.



risultano particolarmente utili per le banche centrali al fine di avere una stima dell'andamento prospettico dell'inflazione alla base delle corrispondenti politiche monetarie.<sup>5</sup> In particolare, mentre il *risk premium* incluso nell' "Inflation YoY Swap" tende a sovrastimare il reale tasso di inflazione, il corrispondente premio di liquidità dei bond indicizzati all'inflazione tende a sottostimarla.<sup>6</sup>

Si propone pertanto la seguente procedura per stimare un nuovo RFR nominale che incorpori il valore atteso dell'inflazione:

- 1) Calcolo dell'andamento reale del RFR nella finestra temporale dei 5 anni come definita dal Berec (Aprile 2017- Marzo 2022) sulla base delle due fonti di informazioni disponibili<sup>7</sup>:
  - Rendimento dei BTP a 10 anni indicizzati all'inflazione;
  - Differenza dei BTP a 10 anni nominali e rendimento dell'"Inflation YoY Swap" a 10 anni per l'Italia.
- 2) Valutazione dei corrispondenti tassi di inflazione (*break even inflation rate*) nella medesima finestra temporale Berec sulla base delle medesime fonti di informazioni:
  - Differenza tra i rendimenti dei BTP nominali a 10 anni e dei BTP a 10 anni indicizzati all'inflazione;
  - Rendimento dell'*Inflation YoY Swap* a 10 anni per l'Italia.
- 3) Calcolo della media a 5 anni del rendimento del BTP a valori reali di ciascuna stima al passo 1.
- 4) Calcolo della media a 5 anni dell'inflazione già incorporata nei rendimenti nominali dei BTP di ciascuna stima al passo 2.
- 5) Calcolo della differenza tra la stima prospettica (e quindi meno soggetta a oscillazioni) dell'inflazione per l'Italia più aggiornata ed i tassi di inflazione medi considerati nel RFR all'interno della finestra temporale Berec stimati al passo 4.
- 6) Calcolo di una nuova stima del RFR nominale come somma della valutazione del tasso di rendimento reale stimato al **passo 3** e della differenza di inflazione, se positiva, determinata al **passo 5**.

<sup>5</sup> M. Pericoli "An assessment of recent trend in market-based expected inflation in the euro area" Questioni di Economia e Finanza Banca d'Italia 2019.

<sup>6</sup> [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb199902\\_focus02.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb199902_focus02.en.pdf) . In particolare, tali strumenti finanziari scambiati sono gli strumenti principali per la credibilità stessa delle banche nel momento in cui le stesse offrono indicazioni rispetto al tasso di inflazione target prospettico in uno specifico orizzonte temporale. La percezione del mercato dell'inflazione è infatti un rilevante elemento per comprendere se il target di inflazione alla base delle politiche monetarie risulta in corso di raggiungimento o meno.

<sup>7</sup> La prassi per analisti finanziari ed investitori è infatti quella di utilizzare quando disponibili direttamente entrambi gli strumenti per identificare il corrispondente valore dell'inflazione.

Aggiustamento del livello di inflazione nella stima del RFR con il “break even inflation rate”: applicazione

Per quanto di interesse per il procedimento in oggetto, in figura 1 si riporta la stima del tasso reale RFR<sup>8</sup> sulla finestra temporale utilizzata dal Berec ed il corrispondente livello del tasso di inflazione incluso nel rendimento dei BTP nominali stimato sulla base delle due diverse tipologie di titoli sopra considerati. L'andamento del rendimento reale dei BTP in figura 1-a è ottenuto sia tramite differenza tra il rendimento nominale dei BTP a 10 anni ed il rendimento dell'*Inflation swap* per l'Italia a 10 anni<sup>9</sup>, sia dal rendimento del *benchmark bond* a 10 anni *inflation linked*. Il tasso di inflazione già incorporato nel rendimento dei BTP (riportato in figura 1b) è ottenuto quindi sia come differenza tra la curva dei BTP nominali ed i BTPI (*inflation linked*), sia direttamente dall'*Inflation Swap* per l'Italia a 10 anni. In Figura 1-b si riporta altresì il tasso mensile YoY dell'indice di inflazione armonizzato al consumo per l'Italia misurato da Eurostat.

Si osserva che il tasso di inflazione misurato con l'*Inflation swap* per l'Italia a 10 anni (curva in blu nella figura 1-b) risulta leggermente più elevato del corrispondente tasso misurato tramite differenza tra i rendimenti dei BTP nominali ed il corrispondente rendimento dei BTP indicizzati all'inflazione, come rilevato dalla letteratura di riferimento che attribuisce un premio per il rischio per l'*Inflation Swap* più consistente.<sup>10</sup> Dalla figura 1-a si osserva come l'incremento dei tassi di interesse nominali per l'Italia nell'ultimo periodo della finestra temporale considerata (fine 2020-aprile 2022) non sia dovuto tanto ad un aumento del rischio paese quanto, piuttosto, attribuibile completamente al fenomeno inflattivo come si osserva dalla riduzione del corrispondente tasso di interesse reale dei BTP a 10 anni indicizzati all'inflazione. Inoltre, si osserva che l'andamento dell'inflazione incluso nei BTP nominali riflette in generale un tasso di lungo periodo come si osserva dalla figura 1-b che riporta oltre ai valori di “*break even inflation rate*” (curva blu e rossa) i corrispondenti tassi di inflazione misurati dall'Eurostat per l'Italia (curva verde). In particolare, si osservano tassi di “*break even inflation rate*” più elevati nei periodi di bassa inflazione misurata (es. nel corso del 2020 in piena pandemia) ovvero valori più contenuti nei casi di picchi di inflazione come nell'orizzonte temporale dell'ultimo anno (dicembre 2021-aprile 2022). Tale elemento è tipicamente legato al fatto che mentre il “*break even inflation rate*” offre un'indicazione delle prospettive dell'inflazione annuale di lungo periodo, in linea di principio su un orizzonte temporale pari alla maturità delle corrispondenti *securities* con cui è derivato, il tasso di inflazione annuale offerto mensilmente dall'Eurostat si riferisce alla variazione

<sup>8</sup> Con riferimento alla curva di rendimento dei BTPI si è fatto riferimento all'indice disponibile per l'Italia (ticker GTITLII10Y Govt) che considera nel corso del tempo il rendimento (Mid Yield to Maturity) del benchmark bond inflation linked scambiato sul mercato secondario migliore in termini di maturità residua a 10 anni al fine di limitare l'effetto della “*maturity drift*” sul rendimento nel corso del tempo.

<sup>9</sup> La differenza è calcolata applicando formula di Fisher.

<sup>10</sup> [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0578/QEF\\_578\\_20.pdf?language\\_id=1](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0578/QEF_578_20.pdf?language_id=1).

annuale dei prezzi al consumo effettivamente misurati nel corso di ciascun mese. Questa differente prospettiva risulta dirimente nel momento in cui è necessario scegliere quale tipo di inflazione è necessario tener conto nel rendimento di capitale oggetto della valutazione dell’Autorità.

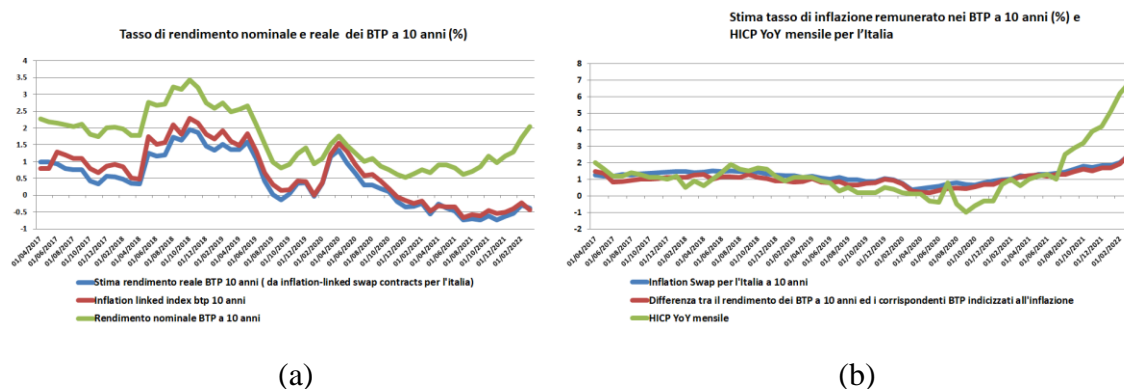


Figura 1: Andamento (a) Tasso di rendimento bond nominali, curva dei rendimenti reali dei BTP a 10 anni (da inflation linked swap a 10 anni, e da curva dei BTP a 10 anni indicizzati all’inflazione (BTPI)), (b) Tasso di inflazione implicita nei bond nominali derivato da BTPI, “Inflation swap” a 10 anni per l’Italia, e Tasso di inflazione HICP YoY mensile all-item per l’Italia.

La tabella seguente riporta le stime relative ai tassi di inflazione medi nella finestra temporale Berec su 5 anni, valorizzati all’interno dei rendimenti nominali dei BTP a 10 anni (media della curva di colore blu e rossa della figura 1-b); si riportano altresì i corrispondenti valori medi su 5 anni dei tassi reali per le medesime obbligazioni secondo i due approcci considerati (tramite i derivati “Inflation swap” e tramite bond indicizzati all’inflazione, rispettivamente medie della curva di colore blu della figura 1-a e della curva di colore rossa della figura 1-a). Si fornisce anche l’andamento dell’inflazione media YoY misurata sempre nell’arco di 5 anni sulla base di un tasso mensile HICP (fonte Eurostat).

L’analisi proposta serve esclusivamente a comprendere in quale misura effettivamente vi sia un deficit di inflazione remunerata dal RFR come calcolato secondo l’applicazione della Notice e messo in consultazione con la delibera n. 337/22/CONS rispetto all’attuale contesto macro-economico che vede un’elevata inflazione sia a partire dal 2022 sia di tipo prospettico, non rappresentata nei dati storici.

Osservando gli ultimi dati della BCE a livello Europeo sull’andamento del tasso di inflazione atteso medio dell’area euro si osserva che la previsione a 5 anni riporta un tasso del 2,1%<sup>11</sup> superiore di circa 1 punto percentuale rispetto al tasso di inflazione medio rappresentato nell’attuale media aritmetica dei rendimenti nominali per l’Italia

11

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_hicp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html)

all'interno della finestra temporale Berec individuato in 1,11% (media tra il tasso di inflazione misurato con Inflation Swap ed i BTP indicizzati all'inflazione).

	Inflation Swap (A)	Inflation linked BTP (B)	Media (A e B)	Inflazione YoY HICP (Eurostat)
Tasso di inflazione (media mensile 5 anni 1-04-2017 31-03-2022)	1,21% (media curva blu figura 1-b)	1,01% (media curva rossa figura 1-b)	1,11%	1,24% (media curva verde figura 1-b)
RFR reale (media mensile 5 anni 1-04-2017 31-03-2022)	0,45% (media curva blu figura 1-a)	0,65% (media curva rossa figura 1-a)	0,55%	
RFR nominale (media Berec) (media mensile 5 anni 1-04-2017 31-03-2022)	1,7%			
Tasso di inflazione prospettico a 5 anni BCE <sup>12</sup>	2,1%			
Tasso di inflazione prospettico per l'Italia <sup>13</sup>	2%			

*Tabella 1 – Tasso medio di inflazione implicita nei BTP nominali e stima del RFR reale nella finestra temporale Berec*

Con l'analisi proposta, la stima del RFR effettuata attraverso una media a 5 anni sui dati storici dei rendimenti dei BTP decennali non è quindi adeguata se si considera un tasso di inflazione annuale prospettico medio su prossimi 5 anni pari a quello stimato a livello di area euro pari a 2,1% o per l'Italia intorno al 2%.

Sulla base di queste considerazioni l'Autorità potrebbe pertanto procedere ad aggiornare il RFR sommando alla stima del RFR reale scervo del tasso di inflazione effettivamente misurato nella finestra temporale di stima del Berec (pari a 0,55%) e il tasso di inflazione prospettico corrispondente, maggiormente rappresentativo delle condizioni macroeconomiche attuali del Paese (2%) (cfr. punto 6 dei punti 1-6 sopra descritti).

Questo approccio appare coerente con il commento della Commissione sul caso spagnolo ES/2022/2419, laddove viene espressamente indicata la necessità di utilizzare l'inflazione quale parametro di compensazione del corrispondente rischio legato all'attuale congiuntura economica.

Sulla base di queste evidenze è possibile quindi **ricalcolare il WACC pari a 7,4%** sulla base di un tasso di inflazione prospettico per l'Italia del 2%, non interamente riflesso

<sup>12</sup>

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_hicp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html).

<sup>13</sup> <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2022-4/index.html#:~:text=Queste%20proiezioni%20restano%20tuttavia%20soggette,per%20cento%20l'anno%20successivo>.



nella stima del RFR nell'ambito della finestra temporale quinquennale Berec e pertanto escluso nella stima posta in consultazione.

Sulle ragioni per cui non appare corretto applicare al WACC italiano la stessa metodologia applicata dall'Autorità spagnola (media ponderata di due finestre temporali), rileva non solo la soggettività della scelta della nuova finestra temporale e il peso applicato per la media ponderata, ma la considerazione che il livello di WACC individuato nell'ambito della consultazione pubblica di cui alla delibera n. 337/22/CONS, pari a 6,28%, è comunque già 100 punti oltre il valore individuato da CNMC nell'ultima rivalutazione (pari a 5,20%). Questa differenza rappresenta lo spread tra i BTP nazionali ed i Bonos spagnoli di pari maturità nel corso del tempo, per cui sarebbe possibile comunque considerare il valore individuato nell'ambito della consultazione coerente rispetto ad un costo del capitale individuato anche negli altri paesi europei che hanno adottato la Commission Notice, inclusivo quindi del differente rischio paese. Ciò non intacca la conclusione che il WACC come proposto in consultazione pubblica sconta una sotto-valutazione in relazione all'inflazione prospettica, come dimostrato.

In particolare, in tabella 2 si riporta a fini di comparazione il ricalcolo del RFR per Spagna e Italia utilizzando l'approccio approvato dalla Commissione per CNMC e determinato sui tassi nominali dei Bonos e BTP a 10 anni.

Spagna			Italia		
	RFR	Pesi		RFR	Pesi
RFR Berec	0.84	50%	RFR Berec	1.70	50%
RFR (aprile-settembre 2022)	2.28	50%	RFR (aprile-dicembre 2022)	3.60	50%
Media pesata RFR	1.57		Media pesata RFR	2.65	

Tabella 2 – Stima del RFR “metodologia CNMC” nel caso ES/2022/2419

Per una valutazione di sensibilità del parametro, si confronta la stima del WACC ricalcolato rispetto a quello proposto in consultazione pubblica confrontando i due approcci: i) quello proposto nell'ambito del presente procedimento, basato sulla rivalutazione del tasso di inflazione incluso nella stima riportata in consultazione pubblica eliminando dal WACC nominale di 6,28%, un tasso di inflazione pari a 1,11% nel RFR e ricalcolando il WACC nominale con un tasso di inflazione prospettico al 2% incluso nel RFR reale (approccio con correzione inflazione); ii) quello seguito da CNMC che sostituisce il RFR del Berec con la media pesata i cui pesi sono sopra descritti in tabella 2. Nel primo caso si ottiene un WACC nominale di 7,4% (+1,12 punti percentuali rispetto alla consultazione), nel secondo si giunge ad un WACC nominale di 7,56% (+1,28 punti percentuali rispetto alla consultazione).

	WACC 2022-2023 Proposta consultazione pubblica 337/22/CONS	WACC 2022-2023 (approccio 1 inflazione)	WACC 2022-2023 (approccio CNMC)
(a) Risk free rate	1.70%	2.56%	2.65%
(b) Debt premium	1.31%	1.31%	1.31%
(c) Cost of Debt	3.01%	3.87%	3.96%
(d) Tax Shield	24.00%	24.00%	24.00%
(e) Tax Rate (corporate tax)	32.90%	32.90%	32.90%
(f) Pre-tax Cost of Debt	3.41%	4.38%	4.49%
(g) Equity risk premium	5.70%	5.70%	5.70%
(h) Gearing (target)	40.73%	40.73%	40.73%
(j) Asset Beta	44.00%	44.00%	44.00%
(k) Equity beta	67.36%	67.36%	67.36%
(l) Post tax Cost of Equity	5.54%	6.40%	6.49%
(m) Pre-tax Cost of Equity	8.26%	9.54%	9.67%
(n) Nominal pre-tax WACC	<b>6.28%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.56%</b>

Tabella 2 – Calcolo del WACC

Si ritiene quindi che una stima di WACC più idonea per il caso italiano, più prudentiale e meno arbitraria rispetto all'uso di pesi applicati a differenti finestre temporali sia quella pari a **7,4%** ottenuta con la metodologia proposta e descritta nei passi da 1 a 6, che mantiene la coerenza con la finestra dei parametri prevista dalla Commission Notice utilizzata per la stima di tutti i parametri oltre al RFR, pur affrontando direttamente il tema sulla rappresentatività dell'inflazione nel WACC stesso come suggerito dalla Commissione nella sua lettera di commento C(2023) 2958 *final* del 26 aprile 2023 (oltre che in quella relativa al caso spagnolo).