

IMPRESE E ISTITUZIONI

Stabilità e promozione degli investimenti alla base della revisione della remunerazione per i servizi regolati

Le regole di aggiornamento del WACC, profondamente riviste e per la prima volta oggetto di delibera, dovrebbero risultare più trasparenti e stabili, anche se permane qualche discrezionalità nella scelta dei valori di riferimento, in particolare nella stima dell'inflazione. Scongiurato il crollo dei tassi di rendimento, la nuova formula risolve la situazione contingente di tassi ufficiali di sconto negativi e inflazione prossima allo zero, ma rimane esposta a possibili incrementi di volatilità nel caso di variazioni estreme delle condizioni di mercato, soprattutto in relazione al rischio paese.

La delibera 583/2015 con cui l'Autorità ha definito i criteri di determinazione della remunerazione del capitale investito (WACC, *Weight Average Cost of Capital*) per tutti i servizi regolati e i valori finali per il comparto gas ha posto fine a un periodo di incertezza. Per la prima volta l'Autorità ha specificato le regole e le metodologie di aggiornamento attraverso una delibera ad hoc e non solo nelle pieghe dei documenti di consultazione e relazioni tecniche allegate alle delibere di definizione del periodo tariffario. Il passaggio attraverso consultazioni e delibera ha reso più trasparente l'intero processo, pur preservando alcune discrezionalità nella definizione dei valori. La revisione della metodologia si era resa necessaria a seguito delle incongruenze che la situazione attuale, caratterizzata da rendimenti nominali dei titoli di stato prossimi allo zero e inflazione attesa stimata su valori positivi, avrebbe potuto generare.

La metodologia di calcolo definita nella delibera cerca di superare le criticità emerse attraverso l'uniformazione degli orizzonti temporali di riferimento per i diversi servizi regolati, la definizione di parametri di remunerazione del capitale di rischio e di quello di debito reali sulla base delle evidenze di mercato e l'utilizzo di *benchmark* di mercato caratterizzati da elevati *rating* per la stima del tasso privo di rischio.

Nell'allegato A alla Delibera, l'Autorità ha precisato i parametri comuni a tutti i settori regolati e riportato il livello di indebitamento specifico di settore e il valore del beta *levered* solo per i settori per i quali il periodo regolatorio è in corso, rimandando la fissazione dello stesso, per trasmissione e distribuzione elettrica, al momento dell'approvazione del quinto periodo regolatorio tariffario.

I livelli di WACC definiti per il prossimo triennio sono compresi fra il 5.4% (trasporto gas) e il 6.6% (rigassificazione e misura gas), tali valori sono inferiori rispetto a quelli attualmente applicati, (meno dell'1% la riduzione media nel comparto gas), ma di molto superiori a quanto si sarebbe determinato applicando la metodologia attuale. Il contemporaneo calo dei rendimenti dei titoli di stato italiani, funzione anche del livello attuale di inflazione vicina a zero, e le aspettative di inflazione positiva per i prossimi anni avrebbero potuto determinare un dimezzamento del WACC regolato per tutti i settori (**Tabella 1**).

Tabella 1. WACC: metodologia attuale e nuova metodologia
(Valori %)

	Valore attuale	Simulazione a metodologia attuale assumendo aggiornamento Rf	Nuova metodologia valore 2016
Trasmissione elettrica	7.4%	2.4%	5.5%*
Distribuzione elettrica	7.6%	2.5%	5.6%*
Stoccaggio	6.7%	3.0%	6.5%
Rigassificazione	7.3%	3.3%	6.6%
Trasporto gas	6.3%	2.3%	5.4%
Distribuzione gas	6.9%	2.9%	6.1%
Misura gas	7.2%	3.2%	6.6%

* Calcolati assumendo *beta levered* pari al valore attuale

Fonte: elaborazioni REF-E su dati AEEGSI

I livelli di WACC già definiti si posizionano nella parte alta della fascia ipotizzata dal mercato sulla base dei documenti di consultazione precedenti, non penalizzando gli operatori e garantendo gli investimenti infrastrutturali. A riprova dell'adeguatezza dei livelli fissati è possibile osservare come, a seguito della pubblicazione della delibera, le quotazioni di Terna

abbiano registrato variazioni positive consistenti: +1.5% la crescita del prezzo il 3 dicembre 2015.

Le particolari condizioni di mercato, mai verificatesi dalla fine della seconda guerra mondiale, hanno evidenziato l'inadeguatezza dell'attuale meccanismo di fissazione del WACC e la necessità di definire una metodologia che garantisca maggior stabilità. Proprio la stabilità della remunerazione e la prevedibilità della stessa sono condizioni indispensabili per incentivare da un lato gli investimenti e contenere il costo del servizio per i consumatori finali già gravati dal maggior onere per unità di consumo determinato dal calo della domanda di energia elettrica e gas rispetto ai livelli pre crisi.

La metodologia scelta dall'Autorità riprende gran parte delle proposte già discusse nei documenti di consultazione, variando solo marginalmente alcune metodologie di calcolo. Rispetto al periodo regolatorio precedente le principali novità sono:

- WACC reale calcolato come media ponderata di costi di *equity* e debito reali e di un fattore correttivo a copertura del fatto che l'imposizione fiscale è calcolata su profitti nominali basato su inflazione programmata
- tasso privo di rischio calcolato sulla base dei rendimenti reali di paesi con *rating* elevato (Germani, Francia, Paesi Bassi e Belgio), e fissazione di un *floor* minimo pari a 0.5%
- *country risk premium* aggiunto al costo di *equity* e debito e calcolato sulla base dello *spread* di rendimento fra titoli di stato italiani e tedeschi
- definizione di un periodo regolatorio specifico per il WACC (PWACC) pari a sei anni con aggiornamento triennale del tasso privo di rischio reale, del livello di inflazione programmata per il calcolo del fattore correttivo, del livello di tassazione e del *country risk premium*.

Il tasso *risk free*

La metodologia adottata rispecchia la proposta dell'Autorità presente nel documento di consultazione 509/2015. Il tasso privo di rischio è calcolato sulla base dei rendimenti degli ultimi 12 mesi, rispetto al momento di fissazione, di Germania, Francia, Paesi Bassi e Belgio. Il tasso reale, in particolare, è stimato deflazionando i rendimenti reali dei titoli decennali sulla base dei tassi *swap inflation linked* decennali. La metodologia, seppur basata su dati di mercato esplicitamente dichiarati, rischia di generare possibili situazioni di criticità. Se il rendimento a scadenza dei titoli di stato è un dato pubblicamente disponibile e facilmente identificabile, i tassi *swap* sono tipicamente quotati *over the counter*, non su mercati organizzati. L'assenza del riferimento specifico allo *swap* utilizzato rende molto difficile ricostruire il calcolo dell'Autorità, anche in relazione al fatto che il dato finale è una media ponderata per il PIL dei quattro paesi.

Un altro elemento da considerare è la possibilità di *downgrading* di uno dei quattro paesi del *panel* selezionato da AEEG. Se uno di questi dovesse ottenere un *rating* sotto la doppia A, uscirebbe dal *panel*. La possibilità non è così remota se si pensa che la Francia pur avendo un *rating* doppia A, ha un *outlook* negativo, segnale del fatto che ci potrebbe essere una revisione al ribasso dello stesso nel prossimo futuro. Peraltro i 4 paesi scelti non esauriscono la lista di nazioni *investment grade* appartenenti all'area euro: anche Finlandia, Lussemburgo e Austria hanno *rating* pari o superiori alla doppia A e potrebbero teoricamente essere inclusi nel paniere.

La *proxy* del rendimento reale¹ del paniere (ponderato sulla base del PIL) definito dall'Autorità, mostra una minor volatilità rispetto ai rendimenti reali dei BTP decennali italiani nel periodo 2011-2014. A partire dal 2015 si osserva una situazione di sostanziale allineamento, almeno in termini di volatilità fra i due indici (**Figura 1**).

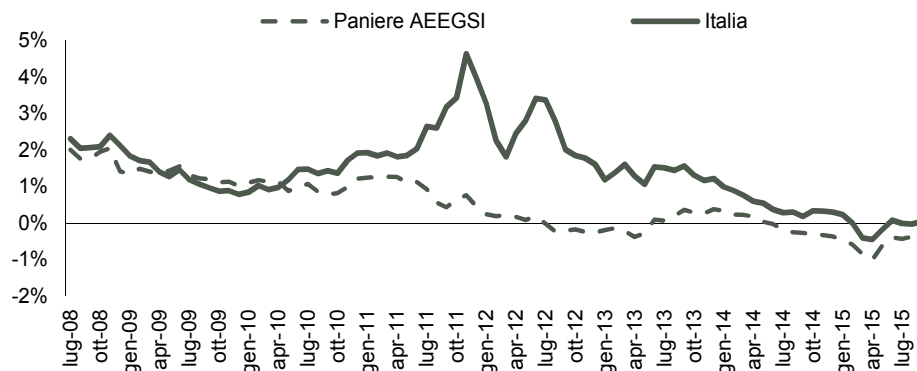
Il *country risk premium*

A differenza di quanto prospettato nei documenti di consultazione l'Autorità ha optato per un unico *country risk premium* (CRP) da aggiungere al tasso privo di rischio per ottenere il costo del debito e dell'*equity*. Il CRP è stato fissato pari all'1%, valore intermedio fra il CRP stimato sulla base dei differenziali di rendimento delle obbligazioni di *utility* italiane ed europee e il differenziale di rischio estrapolabile dall'analisi della volatilità del mercato azionario.

¹ *Proxy* calcolata sulla base dei rendimenti nominali dei *benchmark bond* decennali (così come definiti da Thomson Datastream) e del tasso di inflazione rilevato dagli istituti di statistica nazionali

Figura 1. Tasso privo di rischio reale

(Valori %, proxy paniere AEEGSI ponderato su PIL dei 4 paesi)



Fonte: elaborazioni REF-E su dati Thomson Datastream

Revisione dell'*equity risk premium*

Anche sulla base delle osservazioni giunte in fase di consultazione l'Autorità ha provveduto ad aggiornare l'*equity risk premium*. Il premio per il rischio è stato calcolato sulla base di una ponderazione 80%-20% fra media aritmetica e media geometrica del rendimento di mercato del comparto azionario di lunghissimo termine (1900-2014) e il *risk free* come definito precedentemente. È stato quindi deciso di abbandonare il doppio binario della fase di consultazione e di non utilizzare due distinti *risk free* nella formula di calcolo del costo del capitale di rischio. Tale approccio appare coerente sia dal punto di vista metodologico sia pratico, in quanto evita di inserire un possibile elemento di distorsione legato a due differenti definizioni di tasso privo di rischio.

Le componenti aggiornate infra periodo

All'interno del periodo regolatorio di 6 anni è previsto un aggiornamento dopo i primi tre anni. I parametri che possono essere aggiornati sono:

- tasso privo di rischio attraverso un aggiornamento dei rendimenti nominali e dell'inflazione incorporata nei tassi *swap* a dieci anni indicizzati all'inflazione nei dodici mesi precedenti l'aggiornamento.
- il parametro di inflazione utilizzato per il fattore correttivo, l'aliquota fiscale sul reddito di esercizio e sugli scudi fiscali
- il *country risk premium*
- livello di indebitamento e *beta levered*.

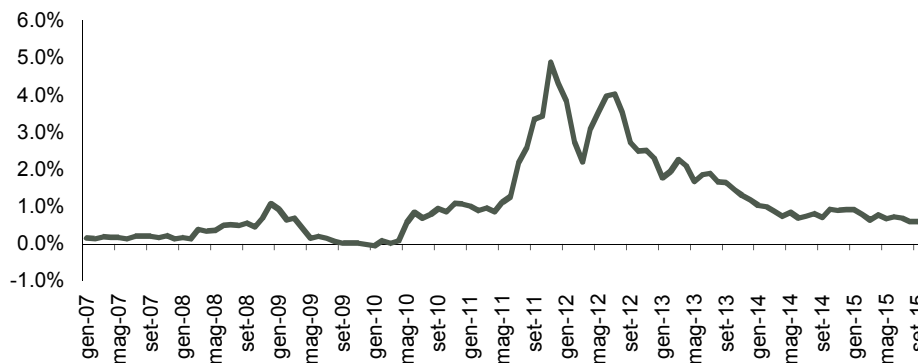
Fra i parametri che vengono aggiornati il *country risk premium* è quello che presenta la metodologia più complessa. Il CRP viene aggiornato sulla base del differenziale fra i rendimenti nominali del BTP a dieci anni e i rendimenti dei Bund tedeschi a dieci anni. Il CRP verrà aggiornato nel caso in cui il differenziale fra ottobre 2017 e settembre 2018 superi del 20% lo *spread* osservato nel periodo ottobre 2014-settembre 2015. Lo *spread* nel periodo base di riferimento è pari a 0.77%, di molto inferiore a quanto osservato negli anni di massima tensione sui mercati (2.35% fra gennaio 2011 e dicembre 2013), ma superiore al differenziale fra il 2007 e il 2010 (Figura 2).

La metodologia di aggiornamento mira a catturare solo variazioni significative nel differenziale di rischio fra Italia e Germania garantendo una certa stabilità del parametro. Un aspetto di criticità è legato al fatto che *risk free* e *country risk premium* sono calcolati sulla base di due diversi *panel* di paesi. Un eventuale cambiamento delle condizioni di mercato in Italia, Francia, Germania, Belgio e Paesi Bassi potrebbe generare incongruenze fra *risk free* e *country risk premium*. In particolare, il peggioramento del quadro macroeconomico in un singolo paese determinerebbe un disallineamento fra CRP, calcolato solo sulla base dei rendimenti tedeschi e tasso privo di rischio, calcolato invece colme media ponderata di più paesi.

Per quanto riguarda il livello di indebitamento l'Autorità prospetta fin da ora un aggiustamento del livello di indebitamento verso valori superiori, ma non superiori al 50%. Tale aggiustamento ha un duplice opposto impatto sul WACC regolato in quanto determina una riduzione del peso

Figura 2. Spread BTP decennali e Bund decennali

(Valori %)



Fonte: elaborazioni REF-E su dati Thomson Datastream

del costo dell'*equity* rispetto al costo del debito, ma un aumento del costo dell'*equity* a seguito della crescita del *beta levered*.

Il *beta unlevered* rimane così costante all'interno del periodo regolatorio e viene aggiornato in occasione della revisione della regolazione tariffaria sulla base delle analisi di aziende comparabili in un orizzonte almeno biennale. Per tale ragione, per distribuzione e trasmissione elettrica l'Autorità non ha pubblicato i valori di WACC regolato in questa delibera e previsto la definizione di beta e livello di indebitamento in corrispondenza della revisione tariffaria per il quinto periodo di regolazione

Maggior stabilità grazie alla nuova metodologia?

L'introduzione di un *risk free* sovranazionale e di un *country risk premium* specifico per l'Italia hanno l'obiettivo di ridurre l'incertezza e la volatilità del WACC regolato attraverso una metodologia che possa garantire maggior stabilità rispetto al mutamento del quadro macroeconomico e dei mercati finanziari. Il *risk free* e il CRP agiscono in modo differente sul WACC, se infatti una variazione del tasso privo di rischio ha un impatto limitato in quanto è quasi neutro sulla remunerazione del capitale di rischio e linearmente positivo sul costo del debito, il CRP agisce linearmente su costo dell'*equity* e del debito. Un aumento dell'1% del tasso privo di rischio reale determina un aumento medio del WACC regolato di 0.8 punti percentuali, mentre un aumento di un punto percentuale dei CRP determina un aumento del WACC regolato dell'1.3% con valori di remunerazione compresi fra il 7.5% e l'8%. È possibile valutare la differente reazione della formula in vigore e della nuova formula a situazioni di mercato estreme analizzando cosa sarebbe successo in caso di aggiornamento delle stesse nel momento di massimo picco della crisi finanziaria. Assumendo un aggiornamento delle componenti *risk free*, CRP e inflazione nel periodo ottobre 2011, settembre 2012, la nuova versione di WACC regolato avrebbe determinato una crescita delle remunerazioni garantite fino a valori prossimi al 9%, contro risultati fra il 6% e il 7% nel caso di applicazione della formula attualmente in vigore. La nuova formulazione di WACC risponde e risolve la situazione contingente di tassi ufficiali sconto negativi e inflazione prossima allo zero, ma rimane esposta a possibili incrementi di volatilità nel caso di variazioni estreme delle condizioni di mercato.