

IMPRESE E ISTITUZIONI

LE TENSIONI SUI MERCATI FINANZIARI INCIDERANNO SUL NUOVO VALORE DEL WACC

RIFERIMENTI NORMATIVI

- [Delibera 583/2015/R/com](#)

Si attende a breve l'aggiornamento dei tassi di remunerazione del capitale investito per i servizi dei settori gas ed elettrico. Se l'impatto delle prevedibili modifiche dei parametri fiscali sarà limitato, le recenti tensioni sui mercati finanziari e l'aumento dello spread BTP-Bund causeranno un significativo rialzo dei WACC. L'intensità di questo impatto dipenderà anche dal livello dei gearing settoriali.

È previsto entro fine anno l'aggiornamento del tasso di remunerazione per i servizi infrastrutturali dei settori gas ed elettrico. Stiamo, infatti, per entrare nel secondo triennio dell'attuale periodo regolatorio 2016-2021 (PWACC), quando verranno applicati per il calcolo tariffario i valori aggiornati del WACC. Come abbiamo discusso nel nostro articolo di giugno, il WACC è calcolato come il costo medio ponderato dei finanziamenti e risulta dalla sommatoria di molteplici fattori di natura finanziaria, fiscale e di rischio. I parametri che saranno sottoposti a revisione sono: i tassi di rendimento delle attività prive di rischio, i tassi d'inflazione, i parametri fiscali ed il premio per il rischio Paese. Dato che i criteri d'aggiornamento del WACC sono stati fissati dall'Autorità all'inizio del periodo regolatorio (delibera 583/2015) e che il periodo d'osservazione per l'aggiornamento dei parametri base (1 ottobre 2017-30 settembre 2018) è ora trascorso, è possibile calcolarne i valori in anticipo rispetto alla loro pubblicazione ufficiale e valutarne gli effetti sugli introiti per gli operatori e costi per i consumatori.

ARTICOLI CORRELATI

- [Si avvicina la revisione infra periodo del WACC](#) (Newsletter 222)
- [Una revisione globale del WACC: quali possibili effetti?](#) (Newsletter 189)

I tassi di rendimento dei titoli di stato con *rating* elevato, *benchmark* per il calcolo del rendimento degli investimenti senza rischio, sono stati particolarmente bassi nell'ultimo anno, traducendosi spesso in tassi di interesse reale negativi. Ciò è conseguito dal buon andamento delle economie di questi Paesi e dal generale ribasso dei rendimenti dovuto alla politica monetaria accomodante assunta dalla Banca Centrale Europea, che tramite il proprio programma di *Quantitative Easing* ha mantenuto i tassi di interesse su valori ridotti. Alla luce di ciò, stimiamo che per la determinazione del valore del parametro RF_{real} si applicherà anche in questo secondo triennio il *floor* dello 0.5%.

Gli stessi fattori macroeconomici di crescita dei consumi e bassi tassi d'interesse, uniti al recente rialzo dei prezzi dei prodotti energetici, hanno causato un aumento dell'inflazione che nell'ultimo anno si è stabilizzata superiore al 1.5%. I valori di riferimento per l'aggiornamento del parametro d'inflazione attesa (*ia*) sono dati dalle più recenti previsioni d'inflazione per il 2019-2021 formulate dalla Banca Centrale Europea. A oggi, queste si attestano su un valore di 1.7%, che verrà quindi utilizzato per l'aggiornamento dell'*ia*.

Come discusso nel capitolo di giugno, ci si attende una revisione dei parametri fiscali di tassazione degli utili (*T*) e dello scudo fiscale (*tc*) tale da riflettere il livello di tassazione ad oggi vigente per i servizi infrastrutturali dei settori energetici. Prevediamo, quindi, che l'aggiornamento di tali parametri sia adottata una revisione della pressione fiscale in linea con quella applicata al settore idrico di fine 2017. Stimiamo che i nuovi parametri fiscali siano rivisti al ribasso, ovvero che il parametro *T* sia fissato pari a 31.9% e il parametro *tc* sia posto pari a 24%.

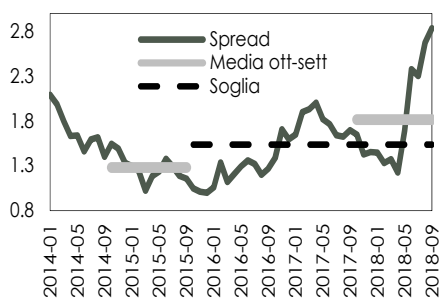
L'effetto maggiore sul cambiamento del WACC è, però, dovuto alla modifica del parametro del premio per il rischio Paese (*CRP*). Questo era stato fissato a inizio PWACC pari al 1% e la sua revisione risponde ad un meccanismo di *trigger* (innesco), ovvero l'aggiornamento verrà effettuato solo se nel periodo d'osservazione la media dello *spread* tra BTP e BUND tedeschi risulti superiore del 20% alla corrispondente media nel periodo 1 ottobre 2014-30 settembre 2015, che era stata pari a 128 punti base. La lunga fase d'attesa legata alla formazione del Governo dopo le elezioni di marzo ha creato un grave clima d'incertezza che ha causato una forte pressione rialzista sui rendimenti dei titoli di Stato. Il rendimento dei BTP decennali è salito di 106 punti base a maggio, toccando poco prima di fine mese il 3.10%, un livello che non si registrava da giugno 2014 e ben al di sopra della media degli ultimi due anni (1.85%). Lo *spread* con i Bund tedeschi ha superato, quindi, i 300 punti base oscillando infine nei mesi estivi vicino ai 250 punti base e si è mantenuto su tali livelli fino a fine settembre, quando è risalito di ulteriori 30 punti base a seguito della seduta del Consiglio dei Ministri che

TAG

network regulation

ha approvato la NaDEF. La media dello *spread* nel periodo d'osservazione è stata, così, largamente superiore alla soglia minima per l'aggiornamento e indurrà, quindi, la revisione del valore del *CRP*. Secondo le nostre stime il nuovo parametro sarà pari a 1.42% (+0.42% rispetto al valore del primo triennio). L'incidenza di tale rialzo è piuttosto significativa e avrà rilevanti conseguenze in termini di ricavi ammessi per le compagnie e per la remunerazione dei loro investimenti. Infatti, come mostriamo in **Tabella 1** il WACC aumenterà in media tra i settori dello 0.55% e questa crescita è dovuta al rialzo del *CRP*. Infatti, confrontando i valori nella **Tabella 1** del WACC 2016-2018 e con i valori del WACC stimati mantenendo il *CRP* pari al 1% si può notare come la correzione dei parametri fiscali e dell'inflazione attesa a parità di *CRP* riducano, seppur di poco, il WACC: se il *CRP* non fosse rivisto il WACC diminuirebbe. Tuttavia, gran parte del differenziale tra i vecchi e nuovi valori dell'indice sono dovuti alla correzione del *CRP*. Secondo le nostre elaborazioni, applicando i nuovi WACC alle *RAB* degli operatori attivi nei rispettivi settori si ottiene un aumento totale della remunerazione degli investimenti di circa 460 milioni di euro in più su base annua. Tale differenziale corrisponde a un incremento di 80 €cent in più per ogni MWh consumato dalla domanda finale e di 5 €cent ogni 100 Smc.¹

FIGURA 1. RENDIMENTO DEI BTP10Y, BUND10Y E SPREAD



Fonte: elaborazioni REF-E su dati Reuters

Sebbene, come detto, i criteri d'aggiornamento siano predisposti, persistono alcuni margini d'incertezza sui valori che verranno definiti dall'Autorità in ragione anche delle sue possibili scelte di modifica di alcuni parametri. In particolare, l'Autorità potrebbe decidere di rivedere i livelli del *gearing*, che sono a oggi tutti allineati, a eccezione dei servizi di distribuzione e misura gas i quali hanno un parametro inferiore. Tale revisione potrebbe avere rilevanti ripercussioni sulla redditività degli investimenti. Il suo valore incide, inoltre, fortemente sull'impatto stesso che le modifiche del parametro *CRP* hanno sul valore finale del WACC. Sebbene, dati i valori assunti per il nuovo semestre, l'elasticità del WACC al *CRP* sia superiore all'unità per tutti i servizi (il WACC risponde in modo più che proporzionale agli aumenti del *CRP*), un maggior *gearing* riduce questo impatto. Stimiamo, infatti, che per punto base (0.01%) in più di *CRP* il WACC aumenti di 1.33 punti base per i servizi di distribuzione e misura gas e di 1.31 per gli altri².

TABELLA 1. POSSIBILE REVISIONE DEL WACC E VALORI PER IL 2 TRIENNIO DEL PWACC

Periodo	Parametro \ Servizio		Trasmissione EE	Distribuzione e misura EE	Stoccaggio	Rigassificazione gas	Trasporto gas	Distribuzione gas	Misura gas
2016-2018	CRP	country risk premium	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
	Rf reale	real risk free	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
	tc	fiscali	27.50%	27.50%	27.50%	27.50%	27.50%	27.50%	27.50%
	T		34.40%	34.40%	34.40%	34.40%	34.40%	34.40%	34.40%
	ia	inflazione attesa	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
	gearing (D/(D+E))	gearing	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.375	0.375
	beta levered	rischio di settore	0.55	0.62	0.80	0.83	0.58	0.63	0.72
	beta asset		0.35	0.39	0.51	0.53	0.37	0.44	0.50
	WACC 2016-2018		5.35%	5.65%	6.51%	6.64%	5.46%	6.10%	6.57%
2019-2021*	CRP	country risk premium	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%
	Rf reale	real risk free	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
	tc	fiscali	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
	T		31.90%	31.90%	31.90%	31.90%	31.90%	31.90%	31.90%
	ia	inflazione attesa	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%
	gearing (D/(D+E))	gearing	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.375	0.375
	beta levered	rischio di settore	0.56	0.63	0.81	0.84	0.59	0.64	0.73
	beta asset		0.36	0.40	0.52	0.54	0.37	0.45	0.51
	WAAC 2019-2021 con CRP al 1%		5.33%	5.62%	6.49%	6.62%	5.43%	6.05%	6.52%
	WAAC 2019-2021 con CRP al 1.42%	5.88%	6.18%	7.04%	7.17%	5.98%	6.61%	7.08%	

* Stima REF-E

Fonte: elaborazioni REF-E su dati ARERA e Reuters

¹ Il consumatore tipo, che consuma 2,700 kWh di energia elettrica e 1,200 Smc di gas naturale, supporterà ogni anno un rincaro in bolletta al netto dei trasferimenti incrociati di 6.2 euro complessivi, di cui 2.1 euro derivanti dall'aumento del WACC del settore elettrico e 4.1 euro per quello del gas naturale.

² L'impatto marginale di un punto base in più di *CRP* sul WACC è pari a $[1-(\text{gearing} \times \text{tc})]/(1-T)$. Si noti che i valori di questo impatto non possono essere negativi. Per cui a incrementi del *CRP* corrispondono aumenti del WACC e a riduzioni del *CRP* corrispondono riduzioni del WACC.