

# Rischio revisione al ribasso del WACC nel secondo periodo regolatorio

*Gli orientamenti finali di ARERA contengono una nuova formula e parametri in combinazione con i valori dei mercati a oggi comporterebbe una riduzione del WACC sia per il settore della distribuzione del gas che per gli altri servizi regolati superiore all'1%. Particolarmente critico il parametro fiscale  $T_p$  che se venisse riportato in prossimità di quello precedente comporterebbe un recupero del valore del WACC di circa lo 0,3%.*

A partire dal 1 gennaio 2022 prenderà avvio il secondo periodo regolatorio WACC che definisce il nuovo valore del tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) per i settori infrastrutturali dell'energia elettrica e del gas.

ARERA riconosce alle imprese che operano in tali settori un'equa remunerazione del capitale investito, ossia un margine sufficiente a recuperare il costo opportunità del capitale impiegato nella produzione di servizi regolamentati, garantendo un ritorno pari a quello che teoricamente deriverebbe da un investimento di egual rischio. L'attenzione degli operatori è quindi focalizzata su quello che potrebbe essere il valore del nuovo WACC, componente di rischio (regolatorio) piuttosto rilevante per gli investimenti nei settori regolati.

La determinazione del WACC ha una rilevanza cruciale, soprattutto in un contesto in cui il quadro macroeconomico risulta ancora caratterizzato da un significativo grado di incertezza circa l'evoluzione futura e gli obiettivi di decarbonizzazione fissati dall'Unione europea che impongono ingenti piani di investimento in tutti quei settori chiave per la transizione energetica, tra i quali si collocano in primo piano proprio le infrastrutture della rete elettrica e del gas.

Tassi di remunerazione troppo elevati potrebbero sfociare in sovra-investimenti mentre tassi di remunerazione troppo bassi potrebbero avere l'effetto contrario di disincentivarli con un impatto negativo anche sugli utenti finali.

## UNA RIFORMA INIZIATA NEL 2015

Una prima profonda revisione delle modalità di determinazione e aggiornamento del WACC è stata compiuta da ARERA con la delibera [583/2015/R/](#)

[COM](#), al fine di offrire agli investitori una maggiore certezza del quadro regolatorio e garantendo al contempo una certa omogeneità e prevedibilità dei criteri di determinazione dei tassi di remunerazione del capitale investito sia per il settore elettrico che del gas.

Il procedimento di revisione dei criteri del WACC per il secondo periodo di regolazione (II PWACC), che partirà dal 1 gennaio 2022, è stato avviato da ARERA con la delibera [380/2020/R/COM](#) a ottobre dello scorso anno. Nel mese di luglio 2021, è stato pubblicato il primo documento di consultazione ([308/2021/R/COM](#)) a cui, nel mese di novembre è seguita la pubblicazione degli orientamenti finali ([488/2021/R/COM](#)). La delibera definitiva dovrebbe essere pubblicata entro la fine del mese di dicembre.

## PERIODO REGOLATORIO E AGGIORNAMENTO DEL WACC

Come riportato nella tabella sottostante, la delibera ARERA 583/2015/R/COM stabiliva uno specifico periodo regolatorio per il WACC della durata di sei anni (2016–2021) indipendentemente dai periodi regolatori più strettamente tariffari (**Tabella 1**).

Nel documento di consultazione 488/2021/R/COM, contenente gli orientamenti finali, ARERA propone di mantenere inalterata la durata del periodo regolatorio del WACC pari a 6 anni con due aggiornamenti ogni tre anni. Per il nuovo periodo di regolazione (II PWACC) è però prevista, almeno per il primo triennio, la possibilità di un ulteriore aggiornamento annuale secondo la logica del *trigger* e cioè solo se l'aggiornamento dei parametri comporta una variazione del WACC superiore a una certa soglia, che dovrebbe essere

TABELLA 1. PERIODI REGOLATORI TARIFFARI E PERIODO REGOLARIO WACC

|                                                     | 2016                    | 2017               | 2018 | 2019                   | 2020               | 2021                   | 2022                              | 2023                        | 2024                  | 2025 | 2026                        | 2027 |
|-----------------------------------------------------|-------------------------|--------------------|------|------------------------|--------------------|------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|-----------------------|------|-----------------------------|------|
| Trasmissione/Distribuzione/Misura Energia Elettrica | V Periodo Regolatorio   |                    |      |                        |                    |                        |                                   |                             |                       |      |                             |      |
| Distribuzione/Misura Gas                            | IV Periodo Regolatorio  |                    |      |                        |                    |                        |                                   |                             | V Periodo Regolatorio |      |                             |      |
| Trasporto Gas                                       | III Periodo Regolatorio |                    |      | IV Periodo Regolatorio |                    | IV Periodo Regolatorio |                                   |                             |                       |      |                             |      |
| Rigassificazione GNL                                | III Periodo Regolatorio |                    |      | IV Periodo Regolatorio |                    | V Periodo Regolatorio  |                                   |                             |                       |      |                             |      |
| Stoccaggio Gas                                      | IV Periodo Regolatorio  |                    |      | Periodo Transitorio    |                    | V Periodo Regolatorio  |                                   |                             |                       |      |                             |      |
| Periodo Regolatorio WACC                            | I Periodo Regolatorio   |                    |      |                        |                    |                        | (Proposta) II Periodo Regolatorio |                             |                       |      |                             |      |
|                                                     |                         | Aggiornamento WACC |      |                        | Aggiornamento WACC |                        |                                   | Proposta aggiornamento WACC |                       |      | Proposta aggiornamento WACC |      |

Fonte: elaborazioni REF-E

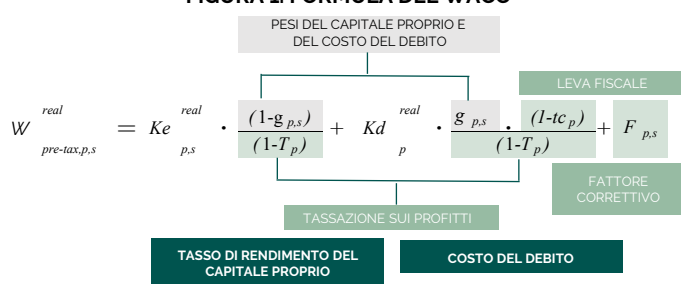
fissata a 0.5%. ARERA pone quindi attenzione alla coerenza del tasso di remunerazione del capitale con l'andamento dei mercati finanziari, vista la forte variabilità che li ha caratterizzati negli ultimi anni.

## FORMULA E CRITERI GENERALI

Nell' ultimo documento di consultazione ARERA propone di mantenere, per il II PWACC, l'approccio generale già adottato nel I PWACC (2016-2021). In particolare il WACC avrà le seguenti caratteristiche:

- sarà espresso come tasso di rendimento reale pre-tasse
- sarà specifico per ciascun servizio infrastrutturale regolato dei settori elettrico e gas
- verrà calcolato come la media ponderata del tasso di rendimento del capitale proprio (calcolato secondo il metodo del *Capital Asset pricing Model* - CAPM<sup>1</sup>) e del costo del debito, con i pesi assegnati al tasso di rendimento del capitale proprio e al costo del debito definiti da ARERA e specifici per ogni servizio infrastrutturale.

FIGURA 1. FORMULA DEL WACC



Fonte: elaborazioni REE-F

## TASSO DI RENDIMENTO DEL CAPITALE PROPRIO (KE)

La proposta di ARERA lascia inalterato l'approccio metodologico, già utilizzato nel primo periodo regolatorio, che basa il calcolo del costo del capitale proprio su diversi parametri:

- Tasso di *Risk-free* (RF)
- Coefficiente beta ( $\beta$ )

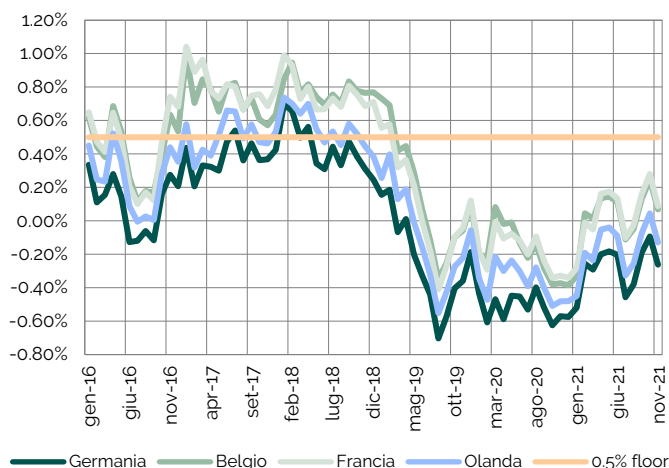
- *Total Market Return* (TMR)
- *Country Risk Premium* (CRP)

**TASSO DI *RISK-FREE* (RF)**

Il tasso di rendimento *risk-free* (RF) esprime il rendimento di un investimento privo di rischio default e può essere considerato come la compensazione che gli investitori richiedono per posticipare il consumo corrente a favore del consumo futuro.

Trattandosi di un costrutto del tutto teorico, l'approccio utilizzato finora da ARERA prevede di calcolare il *risk-free* tramite una *proxy*, espressa dai rendimenti decennali dei titoli di stato (attività per l'appunto considerate prive di rischio) dei paesi ritenuti più affidabili con *rating* almeno AA (in particolare Francia, Belgio, Paesi Bassi e Germania). Nell'attuale periodo di regolazione (l'PWACC), al fine di sterilizzare gli effetti depressivi che le misure espansive dalle politiche monetarie adottate dalla Banca Centrale Europea avevano avuto sui tassi di rendimento dei titoli di stato, portandoli anche a valori negativi (**Figura 1**), ARERA aveva stabilito per il valore del *risk-free* un *floor* a 0.5%.

**FIGURA 1. ANDAMENTO RENDIMENTO TITOLI DI STATO**



Fonte: elaborazioni REF-E

<sup>1</sup> Il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) è un modello matematico, che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta. "Borsa Italiana".

Per il nuovo periodo di regolazione, visto il perdurare dei tassi di interesse negativi, al fine di formulare un tasso *risk-free* coerente con le reali possibilità di finanziamento delle imprese, ARERA ha proposto di apportare al calcolo nella formula le seguenti modifiche:

- eliminazione del *floor* a 0.5%
- considerare un approccio più *forward looking* che prevede di aggiustare i rendimenti nominali osservati retrospettivamente con appositi addendi, ovvero:
  - *Convenience Premium* (CP): una sorta di premio che gli operatori richiedono per investire in titoli diversi dai titoli di stato, stimato come la differenza tra i rendimenti dei titoli di stato e le obbligazioni societarie a *rating* elevato e stimato pari all'1%
  - *Forward Premium* (FP): la maggiore volatilità dei tassi di rendimento dei titoli di stato rispetto al passato fa sì che il rendimento registrato in un dato momento non sia necessariamente rappresentativo di quello futuro. ARERA ha quindi proposto di introdurre un *forward premium* basato sulle aspettative sui tassi di interesse espresse dalle curve dei tassi *forward* il cui valore è stato stimato pari al 25%
  - *Uncertainty Premium* (UP): riflette le incertezze legate ai tassi di interesse. ARERA ritiene che il valore di tale parametro possa essere fissato in un *range* compreso tra il 25% e il 50%.

Essendo il *risk-free* espresso in termini reali, questo sarà depurato dall'effetto inflazione (*isr*) calcolata sulla base degli *inflation-linked swap* a 10 anni osservati per un periodo coerente con quello per la determinazione del *risk-free* (RF) e cioè nel periodo compreso tra ottobre 2020 e settembre 2021.

Il tasso di *risk-free*, secondo i criteri per il II PWACC definiti dall'ARERA, è stimato pari a 0.14%, circa 0.36% inferiore rispetto a quello fissato per il I PWACC (0.5%)

## COEFFICIENTE BETA (SS)

Il *Capital Asset Pricing Model* prevede che a ogni singolo investimento sia associata una parte di rischio caratteristica di quella specifica attività. Il tasso di rendimento richiesto dagli investitori sul capitale di rischio di una attività è quindi tanto più

alto quanto maggiore è il rischio sistematico di questa attività.

Nel calcolo del tasso di remunerazione del capitale proprio (*Ke*), coerentemente con la metodologia del CAPM, tale fattore di rischio è rappresentato dal coefficiente beta ( $\beta$ ) che rappresenta il rischio effettivo di ogni singolo settore infrastrutturale e quindi specifico per ogni *asset* regolato (trasmissione energia elettrica, distribuzione energia elettrica, rigassificazione, trasporto e distribuzione gas) (**Tabella 2**).

**TABELLA 2. VALORI DEL  $\beta$  PER I SERVIZI INFRASTRUTTURALI ANNO 2022**

|                                          | $\beta$ asset | $\beta$ levered |
|------------------------------------------|---------------|-----------------|
| Trasmissione Energia Elettrica           | 0.35          | 0.616           |
| Distribuzione / Misura Energia Elettrica | 0.39          | 0.686           |
| Stoccaggio                               | 0.506         | 0.891           |
| Rigassificazione                         | 0.524         | 0.922           |
| Trasporto Gas                            | 0.364         | 0.641           |
| Distribuzione e Misura Gas               | 0.439         | 0.706           |

Fonte: elaborazioni REF-E

La stima del coefficiente beta viene effettuata in occasione della revisione della regolazione sulla base di un campione di dati relativi a imprese quotate che operano in paesi con *rating* elevato, su un periodo almeno biennale e che effettuano il servizio come attività unica o principale.

Per il 2022 ARERA conferma un valore del beta pari a 0.706, stesso valore che era stato definito in occasione dell'aggiornamento del WACC del precedente periodo regolatorio. Tuttavia, in ragione dell'attuale fase di eccezionalità del contesto di riferimento, ARERA si riserva di valutare se ricorrano le condizioni per una revisione straordinaria del livello del coefficiente beta, con efficacia dall'anno 2022.

## TOTAL MARKET RETURN (TMR)

Altro parametro di cui si tiene conto nella formula per il calcolo del *risk-free* è il *Total Market Return* (TMR) che rappresenta il premio per il rischio di mercato. ARERA propone di mantenere la stessa formula utilizzata nel I PWACC. Il calcolo del TMR si basa su una ponderazione della media geometrica (20%) e della media aritmetica (80%) dei tassi di rendimento dei paesi con *rating* elevato nel periodo compreso tra il 1900 e il 2020. Il valore del TMR per il II PWACC risulta essere 5.23% inferiore di circa 0.77% rispetto al I PWACC.

## COUNTRY RISK PREMIUM (CRP)

Per il calcolo del costo del capitale proprio, ARERA ha confermato la volontà di applicare un addendo che rifletta il premio che gli investitori richiedono per gli investimenti in paesi con *rating* medio basso. Il metodo adottato per la stima del CRP nel I PWACC è piuttosto complesso e conduce a una valutazione che lascia comunque spazio a una certa discrezionalità. Per questo, ARERA ha proposto di modificare la metodologia per la stima del CRP, prevedendo in particolare che questo sia calcolato come differenza tra il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani, e quello dei titoli di Stato di Paesi a *rating* elevato (attualmente Belgio, Francia, Germania, Paesi Bassi), valutato su un orizzonte coerente a quello utilizzato per la stima del tasso *risk-free*. Inoltre, nel calcolo viene considerato un ulteriore addendo che considera lo *spread* prospettico tra i titoli italiani e i titoli dei paesi dell'Eurozona a *rating* elevati.

Il tasso di rendimento del capitale proprio, stimato secondo i nuovi criteri definiti ARERA per il II PWACC è pari a 4.74%, inferiore rispetto al I PWACC (5.80%)

## COSTO DEL DEBITO (KD)

Per il II PWACC ARERA propone un'evoluzione della metodologia utilizzata nel I PWACC in grado di consentire un miglior adattamento dei costi riconosciuti alle imprese rispetto alle mutevoli condizioni di mercato. Secondo l'attuale formula, il costo del debito è definito a partire dal tasso di *risk-free* (RF) a cui si somma il *Country risk premium* (CRP) e un ulteriore parametro che rappresenta lo *spread* rispetto al tasso di rendimento delle attività prive di rischio non riconducibile al rischio paese.

Per il II PWACC ARERA propone una modifica del calcolo secondo la quale, il costo del debito verrebbe determinato come la media ponderata tra il costo del debito esistente e il costo per l'immissione di nuovo debito (con peso pari al 10%).

Il costo del debito esistente sarà quindi determinato come la media degli ultimi 10 anni dei rendimenti desunti dagli indici IBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie con *rating* BBB con riferimento alle scadenze 10 + e 7-10 anni, indicatori che sembrano fornire una *proxy* coerente con i costi effettivi riscontrati dalle imprese italiane

Il costo del debito nuovo sarà invece determinato come media dei rendimenti *spot* degli indici IBoxx relativi alle obbligazioni non finanziarie con *rating* BBB sempre con riferimento alle scadenze 10 + e 7-10 anni e tenendo conto di ulteriori tre parametri:

- *Forward premium* (FP)
- *Uncertainty premium* (UP)

Ulteriore componente (ADD) a copertura dei costi di transazione addizionali associati all'emissione di nuovo debito (con valori stimati nell'intorno di 0,15%-0,20%).

Il costo del debito sarà poi trasformato in termini reali utilizzando il livello di inflazione atteso determinato sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea.

Secondo il nuovo approccio, la stima del costo del debito dovrebbe aggirarsi attorno all' 1.98%, inferiore rispetto a quello fissato nel I PWACC (2.40%).

## PARAMETRI FISCALI (TP, TC)

I parametri fiscali sono rappresentati dai parametri

- Tp, che indica l'aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio, fissata per il I PWACC al 31%
- tc, che rappresenta lo scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi, fissata per il I PWACC al 24%.

Per il II PWACC, per il parametro tc, ARERA intende confermare il valore fissato nel I PWACC (24%) mentre per il parametro Tp propone una riduzione al 28% sulla base degli esiti dell'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nei rendiconti annuali separati delle principali imprese che operano nei servizi di trasporto e distribuzione del gas e trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica nel biennio 2019-2020, e tenendo conto dell'evoluzione della disciplina fiscale. L'abbassamento del parametro fiscale Tp pesa in modo significativo sul calcolo del WACC e la sua revisione potrebbe non essere rappresentativa dell'effettivo carico fiscale in capo all'impresa.

I bilanci riflettono infatti anche eventuali fenomeni straordinari o non ricorrenti, che non rispecchiano il carico della tassazione ordinaria.

## PESO DEL CAPITALE PROPRIO E DEL CAPITALE DI DEBITO (GEARING)

La formula generale prevede che il WACC sia calcolato come la media ponderata del tasso di rendimento del capitale proprio e del costo del debito. Il peso del capitale di debito rispetto alla somma tra capitale di debito e capitale proprio è espresso dal *gearing* (g) il cui valore, specifico per ciascun settore regolato viene fissato da ARERA per ogni periodo regolatorio.

I valori fissati per il I PWACC, che saranno aggiornati in occasione della revisione tariffaria, confermati anche per il II PWACC sono:

- 44.4% per i servizi di distribuzione del gas naturale
- 50% per gli altri servizi

## INFRASTRUTTURE ENERGETICHE: UN SETTORE A RISCHIO?

Le tabelle sottostanti (**Tabelle 3 e 4**) riportano la stima del WACC per il nuovo periodo regolatorio (II PWACC) per i diversi servizi infrastrutturali confrontata con i rispettivi valori per gli anni 2021-2022 così come fissati dal TIWACC 2016-2021.

La nuova formula, secondo i valori dei mercati ad oggi, comporterebbe una riduzione del WACC, per il settore della distribuzione del gas naturale, di circa 1.05%. Anche nel caso degli altri servizi regolati, si registra una diminuzione di circa 1.2 punti percentuali. Questo a seguito dei nuovi criteri proposti per il calcolo sia del costo del debito, che rifletterebbe così più accuratamente il costo effettivo del debito delle imprese regolamentate,

sia del tasso *risk-free*. Tale riduzione rischia di disincentivare gli operatori dall'investire in un settore, quello delle infrastrutture energetiche, che risulta cruciale per il raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione e per accelerare la transizione energetica. Una revisione al rialzo in fase di consultazione finale non è quindi da escludere, in particolar modo con riguardo al parametro fiscale Tp. Se tale parametro fosse riportato in prossimità di quello precedente, il valore del WACC sarebbe di circa 0.3% superiore a quello stimato a oggi.

**TABELLA 3. STIMA WACC PER IL SETTORE DELLA DISTRIBUZIONE GAS**

|                | WACC<br>2020-2021 | WACC 2022<br>DCO 488/21 |
|----------------|-------------------|-------------------------|
| TMR            | 6%                | 6%                      |
| Isr            | 1%                | 1%                      |
| tc             | 24%               | 24%                     |
| T              | 31%               | 28%                     |
| CRP            | 1%                | 1%                      |
| ia             | 1%                | 2%                      |
| gearing        | 44%               | 44%                     |
| beta levered   | 71%               | 71%                     |
| Risk Free Real | 1%                | 0%                      |
| Kel            | 6%                | 6%                      |
| Kd reale       | 2%                | 1%                      |
| WACC           | 6%                | 5%                      |

Fonte: elaborazioni REF-E

**TABELLA 4. STIMA WACC SETTORI REGOLATI**

| Servizi Infrastrutturali<br>settori regolati | I PWACC | II PWACC<br>DCO 488/2021 |
|----------------------------------------------|---------|--------------------------|
| Misura gas                                   | 6%      | 5%                       |
| Trasporto gas                                | 6%      | 5%                       |
| Rigassificazione                             | 7%      | 6%                       |
| Stoccaggio                                   | 7%      | 6%                       |
| Distribuzione e misura<br>energia elettrica  | 6%      | 5%                       |
| Trasmissione energia<br>elettrica            | 6%      | 4%                       |

Fonte: elaborazioni REF-E