

Allegato A alla delibera n. 154/2022 del 14 settembre 2022

Determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito da utilizzare nell'ambito delle procedure di aggiornamento o revisione delle concessioni autostradali vigenti, ai sensi dell'articolo 43 del d.l. 201/2011, nonché per le nuove concessioni

1. Premessa

Il presente documento illustra la metodologia per la determinazione del tasso di remunerazione del capitale investito e ne determina il valore da applicarsi, a partire dalla data di pubblicazione e fino al successivo aggiornamento annuale, alle procedure di aggiornamento o di revisione delle concessioni autostradali vigenti di cui all'articolo 43 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, nonché alle nuove concessioni.

In data 28/9/2017, l'Autorità, con delibera n. 119/2017, ha adottato l'Atto di regolazione con il quale è stato approvato lo schema di concessione e sistema tariffario di pedaggio relativi alle tratte autostradali A5 (Torino-Ivrea-Quincinetto), A4/5 (Ivrea-Santhià), Sistema Tangenziale di Torino, Diramazione Torino – Pinerolo e A21 (Torino-Alessandria-Piacenza).

Alla misura 14, Tasso di remunerazione del capitale investito, al punto 6, è stabilito che *“<omissis> Per i successivi periodi regolatori, si provvederà alla rideterminazione delle singole componenti, ferma restando la metodologia descritta. Di conseguenza, si procederà all'aggiornamento dei relativi valori nel Piano Economico Finanziario e nel Piano Finanziario Regolatorio.”*.

Successivamente in data 18/7/2018, l'Autorità ha adottato, con delibera n. 73/2018 l'Atto di regolazione con il quale è stato approvato il sistema tariffario di pedaggio per l'affidamento della gestione in house della tratta autostradale A22 Brennero-Modena.

Alla misura 16, Tasso di remunerazione del capitale investito, al punto 6, è stabilito che *“<omissis> Per i successivi periodi regolatori, si provvederà alla rideterminazione delle singole componenti, ferma restando la metodologia descritta. Di conseguenza, si procederà all'aggiornamento dei relativi valori nel Piano Economico Finanziario e nel Piano Finanziario Regolatorio.”*.

In data 19/12/2018, l'Autorità ha adottato, con delibera n. 133/2018, l'Atto di regolazione con il quale è stato approvato il sistema tariffario di pedaggio per l'affidamento della gestione in house delle tratte autostradali A4 Venezia-Trieste, A23 Palmanova-Udine, A28 Portogruaro-Conegliano, A57 Tangenziale di Mestre per la quota parte e A34 raccordo Villesse-Gorizia.

Alla misura 16, Tasso di remunerazione del capitale investito, al punto 6, è stabilito che *“<omissis> Per i successivi periodi regolatori, si provvederà alla rideterminazione delle singole componenti, ferma restando la metodologia descritta. Di conseguenza, si procederà all'aggiornamento dei relativi valori nel Piano Economico Finanziario e nel Piano Finanziario Regolatorio”*.

L'Autorità ha adottato, inoltre, in data 19 giugno 2019, con delibere n. 64/2019, 65/2019, 66/2019, 67/2019, 68/2019, 69/2019, 70/2019, 71/2019, 72/2019, 73/2019, 74/2019, 75/2019, 76/2019, 77/2019, 78/2019, 79/2019 gli Atti di regolazione con i quali sono stati approvati i sistemi tariffari di pedaggio relativi alle Convenzioni tra Anas e le concessionarie autostradali.

Alla misura 16, Tasso di remunerazione del capitale investito, al punto 7, è stabilito che *“L'Autorità procede, entro il 15 settembre di ogni anno, ad aggiornare e rendere noto il tasso di remunerazione del capitale investito da utilizzare nell'ambito delle procedure di aggiornamento o revisione di cui all'articolo 43 del d.l. 201/2011”*.

La medesima misura è stata riportata nei seguenti quattro atti di regolazione:

- delibera n. 119/2019 approvata in data 12/9/2019 che ha adottato lo schema di concessione e sistema tariffario di pedaggio relativi alle tratte autostradali A12 Sestri Levante-Livorno, A11/A12 Viareggio-Lucca, A15 diramazione per La Spezia e A10 Ventimiglia-Savona;
- delibera n. 29/2020 approvata in data 12/2/2020 che ha adottato il sistema tariffario di pedaggio relativo alla Convenzione Unica Concessioni Autostradali Lombarde S.p.a. – Tangenziale Esterna S.p.A.;
- delibera n. 106/2020 approvata in data 18/6/2020 che ha adottato il sistema tariffario di pedaggio relativo alla Convenzione Unica Concessioni Autostradali Lombarde S.p.a. – Autostrada Pedemontana Lombarda S.p.A.
- delibera n. 87/2021 approvata in data 17/6/2021 che ha adottato il sistema tariffario di pedaggio relativo alla Convenzione Unica Concessioni Autostradali Lombarde S.p.a. – Società di Progetto Brebemi S.p.A.

2. Principi generali

La stima del tasso di remunerazione del capitale investito per il settore autostradale segue la metodologia CAPM/WACC ed è effettuata applicando la seguente formula:

$$R = g \cdot \frac{R_d (1 - t)}{1 - T} + (1 - g) \cdot \frac{R_e}{1 - T}$$

con:

R_d il costo del capitale di debito;

R_e il costo del capitale proprio;

g la quota di indebitamento finanziario (*gearing*);

$(1-g)$ la quota di capitale proprio;

t lo “scudo fiscale”, cioè l’aliquota IRES;

T l’aliquota fiscale sul reddito, composta da IRES + IRAP;

R il tasso medio ponderato del costo di capitale (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*) nominale *pre-tax*, ossia il tasso nominale di remunerazione del capitale (al lordo della tassazione); tale tasso è convertito in termini reali attraverso la formula di Fisher:

$$R_r = \frac{1 + R}{1 + \bar{P}} - 1$$

con:

\bar{P} la media aritmetica dei tassi di inflazione programmati per le annualità del periodo regolatorio, risultanti dall’ultimo Documento di Economia e Finanza disponibile.

Il costo del capitale di rischio è determinato secondo la seguente relazione:

$$R_e = rfr + \beta_e \cdot erp$$

con:

R_e il costo del capitale proprio;

rfr il *risk free rate*, ovvero il tasso privo di rischio;

β_e l’*equity beta* (misura il rischio sistematico non diversificabile di un titolo azionario);

erp l’*equity risk premium*, ovvero il premio sul capitale di rischio.

Il costo del capitale di debito è volto a stimare quanto pagherebbe un'impresa per ottenere un finanziamento a condizioni di mercato. Tale indicatore è costituito da due componenti, il *risk free rate* e il premio al debito, che tiene conto del rischio di *default* ed è legato al *rating* dell'impresa, secondo la seguente relazione:

$$R_d = rfr + dp$$

con:

R_d il costo del capitale di debito;

rfr *risk free rate*;

dp il premio al debito.

3. Stima dei parametri del WACC

I parametri della formula del WACC sono stati stimati dall'Autorità, come di seguito specificato, con dati disponibili a settembre 2022.

3.1 RFR

È stato considerato come *rfr* il tasso di rendimento del BTP decennale, calcolato sulla base delle quotazioni medie giornaliere degli ultimi 12 mesi a disposizione, tenuto conto che l'ultimo dato disponibile è quello relativo al 31/7/2022 (fonte dati: Banca d'Italia).

Il valore della media annuale risulta pari allo 1,814% che arrotondato porta allo **1,81%**.

3.2 Gearing

La leva finanziaria (rapporto tra capitale di debito, D, e capitale proprio, E, di seguito: D/E) è un indicatore del livello di indebitamento delle imprese.

Al fine di determinare il valore di detto indicatore per il settore, è stata considerata la media dei valori (ove positivi) del rapporto D/E delle società concessionarie autostradali nel quinquennio 2016-2020; dal valore di leva si ottiene anche il rapporto di ponderazione $D/(D+E)$ (*gearing*) per la singola impresa e per il settore.

Il rapporto D/E medio (leva finanziaria) è pari a **0,52**, che corrisponde ad un *gearing* di **0,34** (fonte dati: banca dati AIDA).

3.3 Premio al debito

È stato fissato il premio a debito in funzione della media del costo del debito (determinato dal rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari) sulla base dei dati di bilancio delle società concessionarie autostradali con limite massimo ammissibile di due punti percentuali. Dopo aver analizzato i bilanci del quinquennio 2016-2020 è stato confermato un valore pari al **2%** (fonte dati: banca dati AIDA).

3.4 Aliquota fiscale

È stata calcolata un'aliquota pari al **28,82%**, frutto della somma algebrica dell'aliquota Ires e Irap (quest'ultima pari a 4,82% in quanto è la massima applicabile).

3.5 Equity beta

Il coefficiente *beta* rappresenta la misurazione del rischio sistematico e non diversificabile cui è soggetta l'impresa operante in un determinato mercato. Esso è misurato dal rapporto tra la covarianza del rendimento di un'attività *i*-esima con il rendimento di mercato e la varianza del rendimento di mercato.

Tale valore è determinato con un'analisi per confronto dei cosiddetti *comparables*, ossia dei coefficienti *beta* di altre aziende che operano nello stesso settore o in settori comparabili.

A questo proposito, si confermano i *comparables* utilizzati per il procedimento concluso con la delibera n. 120/2021, per i quali si è proceduto alla misurazione del beta su un periodo di osservazione che è di 5 anni.

In proposito si precisa infatti che, in considerazione dell'esigenza di catturare il rischio sistematico dell'attività, che è stato pressoché annullato con riferimento al biennio 2020-2021 tramite meccanismi compensativi della straordinaria contingenza che l'ha caratterizzato, si è ritenuto adeguato tenere in considerazione un intervallo di osservazione di cinque anni.

Sono stati pertanto considerati i seguenti elementi:

- i. 4 *comparables* (Atlantia, Eiffage, Ferrovial, Vinci);
- ii. periodo di osservazione: 5 anni di rilevazioni giornaliere (7/9/2017 – 7/9/2022);
- iii. mercato di riferimento: STOXX Europe 600;
- iv. Fonte dati: banca dati Eikon, Refinitiv (data di calcolo: 7/9/2022).

Tabella 1: Stima del beta: analisi dei *comparables* (settore autostradale)

<i>Comparables</i>	<i>beta levered</i>	Tax rate	D/E	<i>beta unlevered</i>
Vinci	1,204	32,41%	158,12%	0,582
Atlantia	1,049	22,72%	612,51%	0,183
Ferrovial	1,007	23,50%	203,32%	0,393
Eiffage	1,131	33,47%	303,37%	0,375

Il *delevering* viene effettuato, coerentemente con la metodologia seguita nei propri precedenti dall'Autorità, utilizzando la leva e l'aliquota fiscale calcolata sui valori contabili; la media dei valori di beta così ottenuti è pari a 0,383. Applicando i valori nozionali ART, per la leva e per lo scudo fiscale, rispettivamente pari a 0,52 e 0,24, viene effettuato il *relevering* ottenendo un valore equity beta pari a **0,534**.

3.6 Equity Risk Premium

L'Autorità opera la stima dell'ERP utilizzando le serie storiche di Dimson, Marsh & Staunton (DMS)¹. L'ERP viene stimato utilizzando medie storiche di lungo periodo, come differenza tra il rendimento di mercato e quello delle attività prive di rischio (*rectius* obbligazioni statali), assumendo che quanto avvenuto nel passato possa consentire di ricavare una significativa stima degli andamenti attesi dei parametri interessati.

In generale, si deve considerare che, di norma, la media aritmetica e quella geometrica dei rendimenti ottenuti dall'analisi delle serie storiche rappresentano gli estremi dell'intervallo entro cui stimare il parametro ricercato (ERP). L'Autorità si è orientata nel passato a scegliere un peso più significativo per la

¹ Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019.

media aritmetica rispetto a quella geometrica. Nello stesso senso, depono il risultato del *benchmarking* rispetto ai regolatori nazionali. In particolare, l'AGCOM ha operato una revisione del parametro ERP portandolo al 6,07%, attraverso una modifica della metodologia di stima tramite le serie DMS, passando da una media puramente geometrica, ad una ponderata tra aritmetica e geometrica in maniera da recepire la raccomandazione della Commissione Europea e del BEREC sul tema. La ponderazione utilizzata da AGCOM è 87% (media aritmetica) e 13% (media geometrica). Un altro *benchmark* per operare una scelta è rappresentato dalla cd "formula di Blume"².

Considerati i diversi benchmark di confronto, è stato stimato un valore pari al **6,01%** sulla base di una media ponderata tra media geometrica e quella aritmetica delle serie storiche di lungo periodo di Dimson, Marsh, e Staunton (fonte dati: elaborazione ART su dati Credit Suisse, London Business School).

Seguendo la metodologia illustrata in quanto precede ed utilizzando i parametri stimati come sopra indicato, il **WACC nominale pre-tax** è determinato pari al **6,03%**; il WACC reale pre-tax, determinato utilizzando il tasso di inflazione media programmata previsto nel Documento di economia e finanza per il periodo di riferimento, è pari al 0,60%.

² Blume, M.E. (1974) "Unbiased estimators of long-run expected rates of return", *Journal of the American Statistical Association*, 69:347, pp.634-638.