



**CRITERI PER LA DETERMINAZIONE E L'AGGIORNAMENTO
DEL TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO
PER LE REGOLAZIONI INFRASTRUTTURALI DEI SETTORI
ELETTRICO E GAS NEL SECONDO PERIODO DI REGOLAZIONE
Orientamenti finali**

Risposta Enel al documento per la consultazione 488/2021/R/COM

Introduzione

Come già evidenziato in risposta al primo documento di consultazione (dco), la revisione dei criteri di aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito rappresenta un momento di primaria importanza per gli operatori infrastrutturali.

Ciò è particolarmente vero per il settore della distribuzione elettrica, chiamato a sostenere un impegno in termini di investimenti senza precedenti per assicurare il raggiungimento degli obiettivi posti dalla transizione energetica. Da tali investimenti sono peraltro attesi effetti positivi sui clienti finali e sul sistema Paese, anche in termini di indotto e nuova occupazione.

Auspichiamo pertanto una decisione finale equilibrata, che garantisca un quadro il più possibile favorevole agli investimenti per i settori infrastrutturali e, in particolare, per la distribuzione elettrica.

S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC

Si concorda con l'orientamento dell'Autorità, consistente nel confermare un periodo di regolazione della durata di sei anni.

S2. Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC

Si concorda con l'orientamento dell'Autorità, consistente nel prevedere che il periodo di regolazione di sei anni sia suddiviso in due semi-periodi di durata triennale. Si condivide inoltre quanto osservato dall'Autorità in merito alla verifica dell'attivazione dell'aggiornamento annuale tramite il meccanismo di trigger.

A tale proposito, riteniamo fondamentale che tutti gli stakeholder siano nella condizione di monitorare costantemente l'andamento dei parametri alla base della formula, con modalità allineate a quelle adottate dal regolatore. Per questo motivo, riteniamo necessario che l'Autorità indichi puntualmente le fonti cui si è fatto, e si farà, riferimento per la stima dei parametri della formula del Wacc, con riguardo sia ai database utilizzati che ai singoli ticker di cui sarà utile tenere traccia.

S3. Osservazioni in relazione alla metodologia per la determinazione del Wacc

Si concorda con l'opportunità di una conferma dell'attuale metodologia.

S4. Osservazioni in merito ai criteri generali di determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio

Si concorda con l'opportunità di una conferma dell'attuale metodologia.

S5. Osservazioni in merito al tasso di rendimento delle attività prive di rischio

S6. Specifiche osservazioni in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF

In via preliminare, registrando il mancato accoglimento della richiesta di mantenimento del floor al risk-free rate, pur avanzata da numerosi rispondenti, e condividendo quanto osservato al par. 8.19 del dco secondo cui *"laddove [...] i meccanismi regolatori generino significative discontinuità rispetto al passato, l'Autorità ha in più occasioni ritenuto opportuno mitigare gli impatti di tali repentini cambiamenti introducendo periodi transitori anche al fine di non esporre gli operatori ad un improprio rischio regolatorio"*, alla luce del marcato aggiornamento atteso per il parametro in oggetto, riteniamo necessario che le decisioni siano guidate anche da un criterio di gradualità.

Appreziamo la nuova formulazione proposta, che recepisce le osservazioni condivise in occasione del primo dco anche in ottica di una maggiore semplicità applicativa.

Tuttavia, riteniamo opportuno, in linea con la teoria economica di riferimento e con gli orientamenti iniziali dell'Autorità, prevedere un convenience premium (CP) pari a 100 bps, anche in considerazione del cosiddetto rischio asimmetrico evidenziato in risposta al primo dco, sulla base del quale i regolatori tendono a posizionarsi nella parte alta degli intervalli identificati.

Per quanto riguarda l'uncertainty premium (UP), consideriamo necessario fissare un valore di 50 bps anche in considerazione del fatto che lo stesso parametro, seppur per analogia opportuno, non sarebbe a oggi previsto nel calcolo del Crp.

Per quanto riguarda il campione di riferimento per la stima del forward premium (FP), pur comprendendo l'impatto limitato derivante dalla considerazione di titoli governativi con rating AA, continuiamo a ritenere tale opzione valida anche ai fini di una coerenza e di una linearità del procedimento. Un'analoga osservazione risulta poi opportuna per il periodo di osservazione del FP, almeno annuale o comunque coerente con quello utile alla determinazione del RF.

S7. Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato

Nella risposta al primo dco, gli operatori avevano sostanzialmente allineato le proprie considerazioni alla teoria economica e finanziaria di riferimento, sostenendo la necessità di un aggiornamento dell'approccio in vigore verso l'utilizzo della sola media aritmetica.

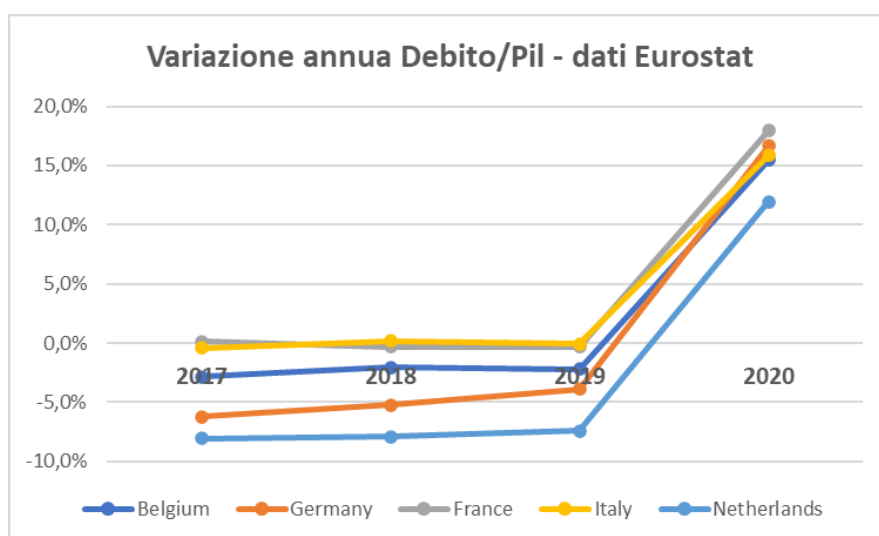
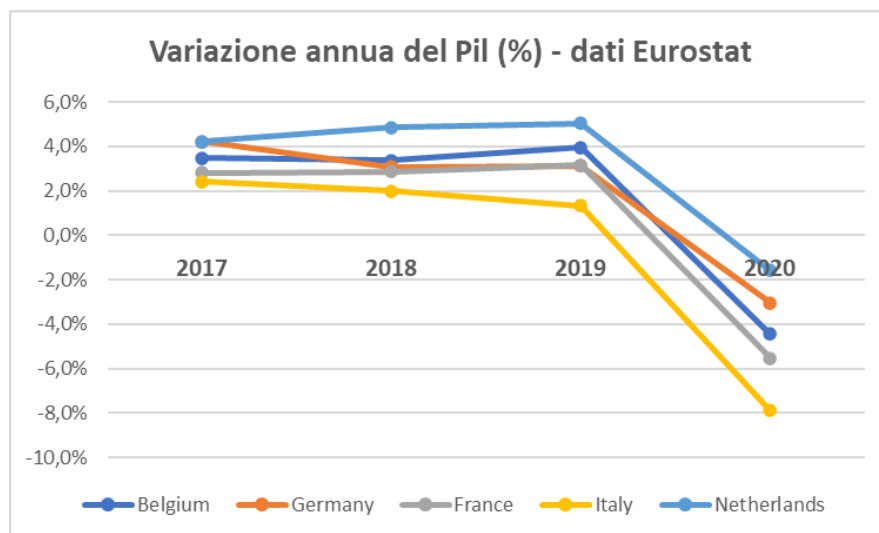
Tenendo in considerazione gli orientamenti finali dell'Autorità in merito, riteniamo opportuno aggiornare i criteri di calcolo del parametro, prevedendo un peso della media aritmetica non inferiore al 95%.

Un ulteriore aspetto di cui l'Autorità dovrebbe tenere conto riguarda la dimensione geografica di riferimento per la stima. Su tale aspetto l'Autorità ha confermato nell'ambito del primo dco di voler fare riferimento ai soli paesi con rating elevato, già utilizzati per il calcolo del tasso di rendimento per le attività prive di rischio. Riteniamo tuttavia opportuno calcolare il parametro tenendo in considerazione la media delle serie storiche dei rendimenti per i paesi dell'area Euro, ponderati per la loro capitalizzazione di mercato. Tale approccio risulterebbe in linea con l'ipotesi sottostante la metodologia del CAPM, secondo cui l'Equity Risk Premium rappresenta il premio di rischio atteso dagli investitori che detengono un portafoglio di mercato differenziato.

S8. Osservazioni in merito al Country risk premium

In via preliminare, occorre osservare come i fondamentali macroeconomici e di finanza pubblica del nostro Paese rispetto quelli a rating elevato dell'Eurozona siano sensibilmente peggiorati dal 2017, anno in cui è stato fissato il valore di 1,4% attualmente in vigore (a tal proposito si riportano di seguito alcuni grafici esplicativi dell'andamento del Pil e del rapporto debito/Pil per i Paesi in oggetto nel periodo di riferimento).

Conseguentemente, riterremmo inopportuno qualsiasi scostamento in riduzione rispetto il Crp attuale.



Condividiamo l'orientamento dell'Autorità consistente nella stima del parametro sulla base dello spread espresso in termini reali, dato dalla differenza tra il rendimento dei titoli di Stato italiani e quello dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona a rating elevato.

Per avere uno spread espresso in termini reali i suddetti rendimenti dovrebbero essere calcolati anch'essi in termini reali, sottraendo i tassi di inflazione dei Paesi a cui si riferiscono, in particolare:

- il tasso di rendimento dei titoli di Stato italiani dovrebbe essere calcolato al netto dell'inflazione italiana;
- il tasso di rendimento dei titoli di Stato europei ad alto rating dovrebbe essere calcolato al netto dell'inflazione europea (es. quella già utilizzata nell'ambito del risk-free rate).

Viceversa, l'utilizzo di un unico riferimento di inflazione per i rendimenti dei titoli italiani e di quelli dei Paesi dell'Area Euro con rating elevato determinerebbe un Crp evidentemente uguale a quello nominale.

Secondo la nostra proposta, il tasso di rendimento del capitale proprio (K_e) verrebbe complessivamente reso reale in considerazione dell'inflazione italiana, in quanto l'inflazione europea verrebbe sottratta dal risk-free rate e di fatto sostituita da quella italiana in fase di stima del Crp con le modalità sopra descritte.

Ciò sarebbe coerente con la circostanza che la Rab viene rivalutata con un indicatore inflattivo italiano (variazione annua del deflatore degli investimenti fissi lordi), proprio con l'obiettivo di compensare la previsione di un Wacc espresso in termini reali.

Anche in questo caso, per la stima del FP dovrebbe essere considerato un periodo di osservazione coerente con quelle delle variabili monitorate per lo spread.

S10. Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito

Appreziamo l'orientamento dell'Autorità relativo alla gradualità di introduzione del nuovo approccio proposto e al migliore allineamento, in termini di rating, fra le società destinatarie del procedimento in oggetto e quelle ricomprese nell'ambito dell'indice iBoxx.

Proprio riguardo al rating, osserviamo come un allineamento analogo a quello sopra richiamato dovrebbe interessare anche la stima del relativo FP.

In linea con la nostra risposta al primo dco, continuiamo poi a ritenere opportuno, anche nell'ambito del parametro Add, considerare il c.d. New Issue Premium (di solito compreso nel range 10-15 bps) che registra i maggiori rendimenti, rispetto al mercato secondario, riconosciuti agli obbligazionisti in occasione di nuove emissioni quale incentivo a comprare i nuovi bond invece dei titoli già presenti sul mercato secondario. Tale premio va a nostro avviso considerato in quanto sono proprio i costi delle diverse nuove emissioni effettuate nel tempo (comprensivi del New Issue Premium) che vanno a formare il costo del debito delle società che l'Autorità intende rilevare con i meccanismi di mercato descritti nel dco.

Il parametro Add dovrebbe essere pari a 30-35bps, inglobando anche il new issue premium.

Sottolineiamo, inoltre, come nella formulazione proposta da Arera per il calcolo del nuovo debito, sia opportuno fare riferimento alla sola inflazione italiana in luogo di quella attesa (ia) determinata sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea. Come già evidenziato per il Crp, ciò sarebbe coerente con la circostanza che la Rab viene rivalutata con un indicatore inflattivo italiano (variazione annua del deflatore degli investimenti fissi lordi).

S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali

Sul tema gli operatori hanno già avuto modo di condividere con l'Autorità le proprie osservazioni tramite l'invio di un'apposita nota metodologica, cui si rimanda.

Più brevemente, riguardo alla proposta di definire un livello di tax rate pari al 28%, sulla base dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2019-2020 nei bilanci delle principali imprese, sottolineiamo che tale metodo porterebbe a nostro avviso ad una sottostima del suddetto parametro.

Infatti, i tax rate rilevabili dai bilanci degli operatori riflettono anche fenomeni straordinari o non ricorrenti, quali ad esempio l'effettuazione di operazioni straordinarie in regime fiscale agevolato o l'ottenimento di incentivi previsti dalla normativa fiscale, che non sono rappresentativi del carico della tassazione ordinaria. Pertanto, qualora l'Autorità voglia far riferimento ai dati di bilancio, si propone di utilizzare un tax rate "normalizzato" ossia rettificato dall'effetto dei suddetti fenomeni, in particolare di quelli a carattere straordinario, che risulterebbe pari a circa il 30% (valore medio 2019-2020).

Inoltre, segnaliamo che ad un valore analogo si perverrebbe anche attraverso il calcolo di un tax rate "teorico", basato sull'applicazione aliquote vigenti di IRES e IRAP, che sono pari complessivamente a circa il 29%. Tenendo conto del fatto che la base imponibile IRAP risulta superiore a quella IRES, in quanto gli oneri finanziari non sono deducibili, si avrebbe in realtà un'incidenza fiscale pari a circa il 31%.

L'adozione di un tax rate teorico sarebbe, a nostro avviso, la soluzione più corretta in quanto tale parametro non è inficiato da fenomeni straordinari o contingenti.

S12. Osservazioni in merito al peso del capitale proprio e del capitale di debito



S13. Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali

Si concorda con gli orientamenti in merito dell'Autorità.