

**Osservazioni di F2i SGR
al documento per la consultazione 488/2021/R/COM**

1. Premessa

Con questo documento F2i SGR (F2i) intende offrire il suo contributo al processo di consultazione avviato da ARERA ('l'Autorità') con il DCO 308/2021/R/COM e proseguito con l'ulteriore DCO 488/2021/R/COM, quest'ultima oggetto delle nostre Osservazioni qui di seguito riportate.

F2i ad oggi gestisce oltre 6 miliardi di euro di risorse affidate alla SGR da investitori nazionali e internazionali e per la gran parte già investite in 22 società che, con oltre 21.000 addetti e investimenti per circa 1 miliardo di euro all'anno, operano prevalentemente in Italia in sei diversi comparti infrastrutturali: Reti di distribuzione, Energie per la Transizione, Trasporto & Logistica, Economia Circolare, Telecomunicazioni e Infrastrutture sociali.

Nei settori di competenza di codesta Autorità, le società controllate da F2i svolgono un ruolo di primo piano nel comparto della produzione di energia elettrica e in quello della gestione di infrastrutture gas.

In particolare, nel settore dell'energia elettrica F2i è leader di mercato con EF Solare Italia nel settore della generazione da fonte fotovoltaica e, con Sorgenia, occupa una posizione di rilievo nella generazione da fonte eolica, da biomassa vegetale e da gas naturale (CCGT).

Nel comparto infrastrutturale gas, che qui rileva, F2i detiene il controllo di 2i Rete Gas, primo operatore nazionale per estensione della rete gestita di distribuzione gas. Ad essa si affiancherà, a breve, l'investimento di recente annunciato in Ital Gas Storage, unico operatore indipendente in Italia che possiede e gestisce un moderno impianto di stoccaggio in provincia di Lodi.

In virtù della propria presenza in tale comparto, F2i desidera dare il proprio contributo di investitore al processo di consultazione in oggetto. Questo documento, con diversa prospettiva, si affianca a quelli elaborati in forma autonoma dalle singole società controllate e la cui attività è soggetta a regolazione da parte di codesta Autorità.

2. Osservazioni di carattere generale

In occasione della pubblicazione del DCO 308/2021/R/COM, F2i ha partecipato alla consultazione inviando un proprio documento di risposta laddove ai paragrafi 2.1. e 2.2. venivano sottolineati alcuni aspetti del settore gas regolato che riteniamo meritevoli di attenzione e che qui intendiamo ribadire, seppur in forma riassuntiva, rinviando alle nostre precedenti Osservazioni per una spiegazione più esaustiva.

Vi è innanzitutto un tema relativo all'*accesso al mercato dei capitali* che riguarda le società operanti nel settore del gas.

La crescente attenzione da parte degli investitori sia domestici che stranieri verso i temi della sostenibilità e del surriscaldamento globale, sta ri-orientando il flusso di capitali a favore dello sviluppo delle fonti rinnovabili e a scapito delle fonti fossili, e questo in un contesto normativo sia nazionale che europeo che pone sempre maggiori vincoli all'utilizzo di queste ultime.

Tale fenomeno pone seri quesiti sull'opportunità, dal *punto di vista economico e di ritorno sugli investimenti*, di anche solo mantenere le infrastrutture gas esistenti ed ancor più di sviluppare nuova capacità, laddove ne fosse ravvisata la necessità.

Vi è ampio consenso tra i governi e le istituzioni europee e i numerosi esperti di settore, che il gas (infrastrutture trasporto e generazione di elettricità) sia un fattore abilitante della transizione energetica per i prossimi decenni e che dunque, per svolgere tale funzione, necessiti di adeguati investimenti in modo da poter fornire i propri prodotti e servizi in regime di assoluta sicurezza, efficacia ed economicità.

Tuttavia, una quota crescente di operatori finanziari (portatori di capitale a titolo di debito/credito o a titolo di rischio) sta riducendo in maniera sostanziale l'esposizione al settore del gas e si prevede continuerà a farlo nei prossimi anni.

In un contesto in cui vengono imposti sempre maggiori vincoli al settore gas e dove l'accesso ai mercati finanziari si riduce, ne consegue un forte incremento dell'incertezza a cui corrisponde una richiesta di adeguata remunerazione del capitale perché quest'ultimo possa ancora essere veicolato in questo settore.

L'apertura e la prevedibile crescita di questo *funding gap* per le società operanti nel settore gas rischiano, a nostro giudizio, di minacciare la realizzazione della transizione energetica stessa.

Giova sottolineare che, in aggiunta alle tematiche sopra delineate afferenti a prospettive di medio-lungo termine, il recente rialzo nei prezzi delle *commodities* energetiche a livello globale, ed in particolare europeo, ha portato nuovamente al centro del dibattito il ruolo strategico del gas ed in particolare dello stoccaggio che, oltre alle sue funzioni di fattore abilitante a compensazione della variabilità delle fonti rinnovabili, riveste un ***ruolo fondamentale nel garantire l'adeguatezza e la sicurezza del settore energetico*** italiano ed europeo.

Auspichiamo pertanto che la maggiore rischiosità dell'investimento nel comparto del gas venga attentamente considerata da codesta Autorità nel contesto delle decisioni che si appresta ad assumere ed a cui questo documento vuol portare il proprio contributo, anche al fine di garantire stabilità nella struttura del capitale investito dei soggetti regolati.

Riteniamo opportuno quindi che venga dato seguito, in occasione della prossima revisione settoriale, a quanto espresso al punto 7.55 del DCO 488/2021/R/COM relativamente alle “*differenze di rischiosità sistematica dei settori elettrico e gas, anche nella prospettiva della transizione ecologica*”, e che l'aumentata rischiosità del settore gas possa trovare adeguata remunerazione nell'ambito delle tariffe che a quella data verranno fissate.

3. Osservazioni specifiche

3.1. Durata del periodo regolatorio, tasso Risk Free (FR)

F2i condivide la proposta del DCO di confermare per il II PWACC un **periodo regolatorio** di sei anni¹ prevedendo un aggiornamento periodico di taluni parametri infra-periodo² e con un meccanismo di *trigger* e una soglia minima (cumulata) di 50 punti base.

¹ Punto di discussione S1.

² Punto di discussione S2.

Parimenti condividiamo l'impostazione di mantenere invariata la formula del WACC utilizzata anche per il I PWACC³ e la quantificazione dello stesso basato su un approccio reale, pre-tasse.

Relativamente al tasso **Risk Free**⁴ osserviamo che l'esistenza di un *floor* nel vigente I PWACC fornisce agli investitori una soluzione chiara e trasparente per coprire il rischio di tassi reali negativi, anche per periodi prolungati che, com'è noto, sono in gran parte determinati dalle politiche espansive della Banca Centrale Europea.

Nasce dunque la necessità di sterilizzare dal calcolo del Risk Free la presenza di tassi negativi così come oggi rilevabili dai prezzi di mercato, nonché eliminare la possibilità che tali tassi negativi si presentino nel futuro (o che quelli attuali si protraggano nel tempo a causa, ad esempio, di un peggioramento della pandemia in atto). A nostro giudizio quindi, il mantenimento del *floor* esistente rimane l'opzione preferibile.

Laddove codesta Autorità procedesse comunque con l'abolizione di detto *floor*, risulta apprezzabile l'introduzione delle tre componenti *Convenience Premium* (CP), *Forward Premium* (FP) e *Uncertainty Premium* (UP) che, tuttavia, rispetto al *floor* ad oggi in vigore, presentano caratteristiche di maggiore indeterminatezza.

L'Autorità stessa individua per due di queste tre componenti dei *range* di valore (per il CP e per l'UP) e F2i ritiene che l'adozione del massimo dei range proposti potrebbe, almeno in parte, compensare la maggior incertezza nella loro quantificazione connessa al metodo di calcolo proposto.

3.2. ***Equity Risk Premium (ERP) e Country Risk Premium (CRP)***

Un punto rilevante a nostro avviso risiede nella quantificazione dell'**Equity Risk Premium** (ERP)⁵ per il quale l'Autorità propone una media ponderata tra i *Total Market Return* (TMR) calcolati con la media aritmetica e geometrica, prevedendo un peso non inferiore all'80% da assegnare alla media aritmetica.

³ Punto di discussione S3.

⁴ Punto di discussione S5.

⁵ Punto di discussione S7.

Come già espresso nelle nostre Osservazioni al primo DCO⁶, ribadiamo che il peso da attribuire alla media aritmetica sia il 100% in quanto in linea con quanto implementato da altri regolatori europei⁷ e come dimostrato da studi accademici in proposito.

Se fosse invece deciso dare un peso inferiore al 100% alla media aritmetica, ritentiamo opportuno che il peso della stessa venga proporzionato alla durata del periodo regolatorio (6 anni) in relazione al periodo di osservazione per il calcolo del TMR (120 anni). In tal modo alla media aritmetica verrebbe attribuito un peso del 95%.

Relativamente al calcolo del **Country Risk Premium (CRP)**⁸, F2i condivide la metodologia proposta di calcolo basato sugli *spread* tra i titoli di Stato italiani decennali e gli equivalenti di Paesi europei con *rating* elevato. Parimenti, si condivide l'introduzione di un FP in aggiunta al CRP, garantendo così la coerenza col calcolo del RF.

3.3. *Beta*

F2i ritiene che il parametro β^{asset} vada corretto al rialzo, non solo per quelle attività il cui valore nella presente regolazione è inferiore a 0,4 ma, più in generale, anche per le altre attività⁹.

Vi è infatti una robusta evidenza empirica che dimostra che il β delle società operanti nel settore energetico è in crescita in modo strutturale. Con particolare riferimento al settore gas, la transizione energetica e le politiche di decarbonizzazione in atto, sia su scala nazionale che europea, aumentano infatti la rischiosità di questi asset.

Tale rischiosità aggiuntiva devetrovare adeguata remunerazione in virtù dei servizi di adeguatezza e sicurezza di sistema che questi asset forniscono al Paese. Essi si manifestano non solo nel mercato del gas ma anche nei mercati a valle, come quello elettrico, agendo da fattore abilitante della transizione energetica favorendo lo sviluppo della generazione rinnovabile nel mercato elettrico.

⁶ DCO 308/2021/R/COM.

⁷ Per esempio un UK e Irlanda.

⁸ Punto di discussione S8.

⁹ Punto di discussione S9.

3.4. *Costo del debito*

F2i condivide la proposta dell'Autorità¹⁰ di calcolare il costo del debito riconosciuto nel WACC implementando un **meccanismo di gradualità** tra il 'vecchio' ed il 'nuovo' sistema di calcolo basato sugli indici iBoxx.

Tuttavia, ribadiamo quanto evidenziato nelle nostre Osservazioni al primo DCO (308/2021) circa il fatto che il calcolo del costo del debito dovrebbe anch'esso includere la componente CRP, risultando così coerente con il calcolo del *cost of equity* (K_e).

Inoltre, riteniamo che la **componente ADD**, che l'Autorità propone di fissare in un range di 15-20 punti base, non rifletta le reali condizioni di costo delle società italiane che invece sarebbero adeguatamente rappresentate da un valore non inferiore a 40 punti base.

Tale maggior valore comprenderebbe compiutamente tutti i costi di emissione, tenuto conto del fatto che le società operanti nel settore ricorrono anche al debito bancario, sotto forma, ad esempio, di finanziamenti, e non solo a strumenti di debito propriamente detti, come le obbligazioni.

3.5. *Parametri fiscali*

F2i concorda con l'intenzione dell'Autorità¹¹ di mantenere invariato al valore di 24% il **parametro t_{cp}** utilizzato per il calcolo dello scudo fiscale sugli interessi passivi da debito..

Tuttavia, la riduzione proposta del parametro T_p da 31% a 28%, suscita perplessità in ordine al processo seguito per la stima del nuovo valore.

La ricognizione svolta dall'Autorità si è basata sui 'rendiconti annuali separati delle principali imprese'¹² relativi agli anni 2019-2020. Tuttavia, il metodo di analisi non è stato messo in consultazione e non è possibile quindi poter fornire osservazioni né proposte alternative.

¹⁰ Punto di discussione S10.

¹¹ Punto di discussione S11.

¹² Punto 9.2. DCO 488/2021/R/COM