



PABLO BLAZQUEZ DOMINGUEZ/GETTY IMAGES

# Un secondario di prim'ordine

Le energie rinnovabili sono cambiate. Soprattutto in Italia, dove la fine degli incentivi ha portato a una frammentazione del mercato e a uno stop dei nuovi progetti. Eppure le opportunità di investimento esistono ancora. E, anzi, offrono tassi di rendimento nettamente superiori a quelli della maggior parte delle attività finanziarie

DI MARCO BARLASSINA

**I**l verde delle rinnovabili appare meno intenso, ma potrebbe trattarsi di un effetto ottico. Passati gli anni della bolla degli investimenti e dell'attenzione mediatica, il mercato delle energie da fonti rinnovabili ha raggiunto l'età della maturità. Secondo il più recente Rapporto statistico curato dal Gse (Gestore dei servizi energetici), il 37,3% della produzione nazionale lorda è assicurato dalle fonti "green", grazie agli oltre 742mila impianti in esercizio nella penisola. Si tratta di numeri che assicurano all'Italia di raggiungere agevolmente

l'obiettivo europeo al 2020 di una quota dei consumi da energie rinnovabili pari ad almeno il 20%. Certo, una buona parte di questa capacità è dovuta all'idroelettrico, che da solo assicura il 39% della generazione elettrica verde, seguito da fotovoltaico (20%), bioenergie (18%), eolico (16%) e geotermico (6%).

Nel 2016 sono stati investiti circa 1,8 miliardi di euro in nuovi impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, in particolare nel fotovoltaico (circa 615 milioni) e nell'eolico (490 milioni). Gli impianti di nuova creazione sono però

solo una piccolissima parte dei progetti presenti sul mercato, come osservabile anche dall'entità delle operazioni sul secondario nella cartina a lato.

### Lo scenario in Italia

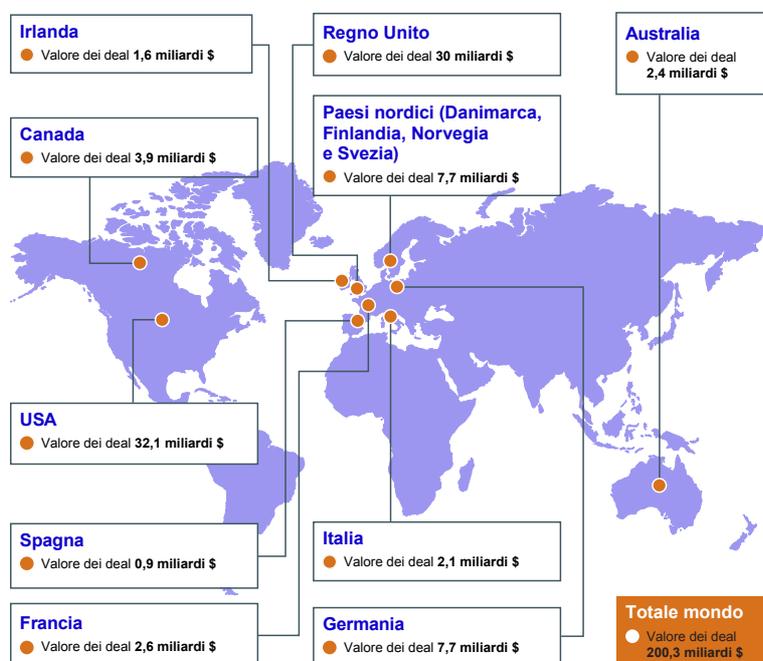
A partire dal 2005 in Italia sono stati introdotti schemi di incentivo per l'energia fotovoltaica, che hanno portato il Paese nel 2011 a essere uno dei più importanti mercati del solare. Tuttavia i successivi tagli agli incentivi hanno portato a un esaurimento delle iniziative. Il fotovoltaico così appare oggi altamente frammentato, con gli operatori che cercano di consolidare le loro posizioni attraverso acquisizioni. Ne deriva una assoluta predominanza del cosiddetto mercato secondario, quello appunto dove avvengono i trasferimenti di proprietà di impianti preesistenti. Il trend è stato particolarmente attivo negli ultimi tre anni, anche se di recente sta diventando sempre più difficile per gli investitori individuare opportunità di valore.

### Quanto rendono gli investimenti green

Lo studio "Renewable energy discount rate survey results 2017" di Grant Thornton offre un modo per superare il problema nella valutazione dei rendimenti dei progetti nelle rinnovabili partendo a ritroso dal loro prezzo di mercato, in particolare dal prezzo scaturito nell'ambito di operazioni di

## L'M&A NELLE RINNOVABILI

Il valore delle operazioni di M&A nel settore delle rinnovabili a livello globale



Fonte: Bernoni Grant Thornton

## UN INVESTIMENTO PER IL LUNGO PERIODO

5 domande a Marco Aulisa, responsabile M&A di EF Solare Italia, la joint venture paritetica tra Enel Green Power e il Fondo Infrastrutturale F2i, nata per sviluppare e consolidare il mercato fotovoltaico in Italia.

### 1. Quali sono le prospettive del mercato secondario del fotovoltaico?

Continuerà ancora la fase di consolidamento che però coinvolgerà sempre più gli impianti di taglia medio-piccola (da 0,7 a 3 MWp), visto che negli ultimi 2 anni numerosi portafogli di grandi e medie dimensioni sono stati oggetto di acquisizione.

### 2. Quali iniziative hanno in questo momento le migliori potenzialità?

Impianti a terra di media dimensione (almeno 3 MWp di potenza), localizzati al Sud, non ancora ottimizzati dal punto di vista operativo e finanziati tra 2010 e fine 2012.

### 3. Si va verso un consolidamento del settore?

A mio modo di vedere, la fase di consolidamento continuerà per almeno altri 2-3 anni seppur a ritmi meno frenetici rispetto a quanto avvenuto finora.

### 4. Quanto può rendere l'acquisizione di un impianto sul secondario?

Il secondario rappresenta in questo momento una buona opportunità di investimento specie se confrontata con i rendimenti di allocazioni alternative. Si tratta comunque di investimenti a lungo termine. Ma ciò è vero solo a condizione di lavorare sul recupero di efficienza operativa e finanziaria, non in un'ottica speculativa. In altre parole l'acquisizione non esaurisce le attività dell'investitore: per creare valore è necessaria una costante azione di monitoraggio e miglioramento delle performance degli impianti.

### 5. Quale sarà il ruolo degli investitori finanziari nel fotovoltaico?

Ad oggi costituiscono una parte rilevante degli investitori impegnati nel fotovoltaico, hanno contribuito al consolidamento del settore con obiettivi di medio periodo. Nel lungo periodo però credo che preverranno pochi, grandi, operatori industriali.



Marco Aulisa,  
responsabile M&A di EF Solare Italia.

### LA PORTA DI ACCESSO PER GLI INVESTITORI PRIVATI

Esistono anche strumenti di risparmio gestito che permettono di avvicinarsi ai rendimenti offerti dal mercato secondario del fotovoltaico. È il caso di alcune Sicav specializzate negli investimenti alternativi. Come Integrated Asset Management PLC, gruppo con sede a Londra, che sin dal 2001 ha realizzato investimenti alternativi in diversi campi, originariamente nel settore dei fondi di fondi hedge e poi nel comparto immobiliare e in quello delle energie alternative. “Siamo rientrati in Italia dopo il decreto Spalmacentivi del 2014”, spiega Emanuel Arbib, ceo di Integrated Asset Management, “acquisendo nel 2016 un “portafoglio” importante di impianti fotovoltaici in diverse regioni della Penisola, con una capacità complessiva di 34 Mw, e oggi ci stiamo guardando intorno in un mercato molto vivo con l’obiettivo di arrivare attraverso altre acquisizioni ai 100 Mw. Siamo operatori finanziari ma anche molto operativi. Guardiamo a progetti dove possiamo aggiungere valore, sia attraverso aggregazione, sia attraverso l’acquisizione di impianti inefficienti dal punto di vista tecnico o dell’assetto finanziario. Per quanto riguarda il futuro del settore, a nostro avviso nel lungo termine prevarranno gli operatori industriali e qualche grosso istituzionale perché è in atto, già da qualche tempo, un processo di concentrazione. Alla fine in Italia avremo cinque grossi operatori, in prevalenza industriali, che possono detenere investimenti di lungo o lunghissimo periodo. Altri operatori che possono gestire il lungo periodo sono le compagnie di assicurazione, che fanno questo tipo di investimenti per rispondere all’esigenza di incrementare i rendimenti offerti dalle gestioni separate in un mercato dove il reddito fisso investment grade ha rendimenti bassissimi. I rendimenti attesi nel fotovoltaico, che si assestano oggi tra il 7% e l’8,5%, permettono di raggiungere questo obiettivo e naturalmente costituiscono una forte fonte di attrazione anche per gli investitori privati che per ovvi motivi non possono accedere direttamente a questa asset class se non attraverso fondi specializzati e diversificati”.



**Emanuel Arbib,**  
ceo di Integrated Asset  
Management PLC.

fusioni e acquisizioni (M&A), che contengono implicitamente attese di rendimento. Lo ha fatto attraverso un’indagine tra più di 100 operatori. Secondo i dati riportati nell’analisi, gli investimenti annui in progetti di energia rinnovabile hanno superato i 200 miliardi di dollari, con eolico e solare che hanno guidato l’industria in termini di valore dei deal. Per i prossimi decenni Grant Thornton si attende una forte crescita degli investimenti come conseguenza della riduzione dei costi dei progetti. Secondo questa analisi, gli investimenti nelle rinnovabili in Italia hanno generato rendimenti compresi tra il 5,25% e il 9%. In particolare nel fotovoltaico i rendimenti si sono attestati in un intervallo dal 6,5% all’8% (in presenza di leva finanziaria), su valori non dissimili da quelli rilevabili negli altri Paesi europei. “Si tratta di valori rappresentativi del rendimento atteso del capitale per gli investitori. Con la ripartenza dei tassi d’interesse possiamo attenderci uno spostamento della curva verso l’alto”, spiega Stefano Salvadeo, co-managing partner di Bernoni Grant Thornton. “Inoltre possiamo aspettarci che questa tendenza sul secondario proseguirà per via della rarefazione delle operazioni di qualità, già oggetto di compravendita”.



**Stefano Salvadeo,**  
co-managing partner di Bernoni Grant Thornton.

“Chi ha già impianti sviluppati e vuole metterli sul mercato potrà beneficiare di questa situazione e di un mercato dinamico. E’ finita l’epoca dei piccoli impianti. E’ quindi il momento giusto per chi vuole ottimizzare con economie di scala”. Si torna così ai motivi che in questo momento fanno del mercato secondario l’unico mercato delle rinnovabili in Italia. “Il primario non esiste più”, spiega Salvadeo, “mentre chi acquisisce un impianto in funzione già da anni sa di non avere nemmeno il rischio tecnologico o quello burocratico. Consideriamo inoltre che le location di qualità sono già state sviluppate e che nel breve non sono previsti nuovi incentivi”. **F**