

di **GIANCARLO GIUDICI**

professore associato
Politecnico di Milano



IL PROFILO DELL'AUTORE

Giancarlo Giudici è professore associato di finanza aziendale presso la School of Management del Politecnico di Milano. È autore di numerose pubblicazioni sui temi delle nuove quotazioni in Borsa e della raccolta di capitale sui mercati.



ENERGIE RINNOVABILI IN BORSA ALLA RICERCA DI UN NUOVO EQUILIBRIO

La finanza continua a guardare con interesse alla green economy mentre gli operatori si riposizionano su business e aree geografiche che presentano maggiori opportunità

Chi dall'inizio del 2013 avesse investito in Borsa nei titoli azionari delle imprese italiane coinvolte nel settore delle energie rinnovabili, a fine agosto avrebbe ottenuto un rendimento medio pari al 16,6%, contro un rendimento dell'indice di mercato di poco superiore al 6%. Questo è quanto emerge da una analisi condotta presso la School of Management del Politecnico di Milano sulla performance di 12 titoli azionari quotati sui listini di Borsa Italiana, appartenenti a società il cui core business si sviluppa nella filiera delle rinnovabili. In realtà, tenendo conto della sentenza di fallimento di marzo 2013 su Aion Renewables (ex Kerself) e della conseguente sospensione a tempo indeterminato della quotazione dei titoli, il rendimento medio scenderebbe, ma rimarrebbe comunque ampiamente positivo. Il dato interessante è la relativa volatilità dei rendimenti: per ben tre titoli la performance è stata superiore al 50% mentre in sei casi si sono registrati valori negativi. Non a caso qualche mese fa la Consob ha messo in guardia gli investitori, evidenziando l'alta volatilità del rendimento dei titoli, "principalmente a causa delle aspettative di forte crescita della produzione di energia da fonti rinnovabili e delle incertezze legate ai rapidi mutamenti delle normative che regolano il settore". La Consob ha quindi invitato le società quotate ad essere particolarmente trasparenti e a diffondere tempestivamente informazioni sul proprio business. Esempio è il caso di Enertronica, piccola società di Frosinone attiva nella fornitura di componenti per impianti fotovoltaici, quotata nel marzo 2013 sul listino alternativo Aim Italia dopo un'offerta di sottoscrizione di titoli al prezzo unitario di 3 euro. Nei primissimi giorni di

quotazione, la capitalizzazione di mercato è raddoppiata, per poi assestarsi nelle settimane successive al di sotto del valore di collocamento. La causa principale è da individuarsi nello scarso flottante a disposizione del mercato, pari a circa il 10% del capitale, fatto che ha generato nei primi giorni di quotazione un divario consistente fra domanda e offerta di titoli. Molto scarsa, invece, la redditività offerta attraverso i dividendi: solo Enel Green Power (la cui capitalizzazione supera di gran lunga quella di tutte le altre imprese considerate) ha offerto un dividendo nel 2013, mentre sette imprese non hanno mai staccato un assegno per i propri soci. Non mancano poi le imprese pronte ai nastri di partenza per entrare a Piazza Affari. True Energy Wind, che detiene un parco di 50 mini-turbine eoliche già installate, ha dichiarato l'intenzione di quotarsi sull'Aim Italia per raccogliere capitale e sviluppare altri 120 impianti.

LA RIPRESA DELL'INDICE IREX

Il parziale recupero delle rinnovabili in Borsa è misurato anche dall'indice Irex, calcolato dalla società di consulenza Althesis, che nella prima metà del 2013 ha consolidato la ripresa rispetto ai minimi di un anno fa, mantenendosi comunque ben lontano rispetto ai valori record di qualche anno or sono. La ricerca evidenzia come il mercato abbia trovato un nuovo equilibrio, a seguito della revisione dei meccanismi di incentivazione promossi dallo Stato. Si è registrata una rifocalizzazione a vantaggio delle fonti più tradizionali, come l'idroelettrico, a discapito del fotovoltaico. In effetti il titolo che ha mostrato la migliore performance da inizio anno è

Anche le multinazionali investono capitali nelle energie pulite



Un recente report di Ernst & Young mostra come importanti gruppi multinazionali abbiano deciso di investire direttamente nella generazione di energia verde sia per ridurre il grado di dipendenza di fornitura dalla rete (con impianti asserviti agli stabilimenti), sia per diversificare i propri investimenti (in impianti localizzati altrove). Gli esempi sono molti. Google ha investito un miliardo di dollari in impianti eolici e fotovoltaici negli Stati Uniti e ha annunciato il primo investimento in Sud Africa. Ikea (che già dispone di 43 MW nel fotovoltaico e 180 MW nell'eolico) ha approvato investimenti per 1,5 miliardi di euro entro il 2015, e ben tre miliardi entro il 2020. Volkswagen ha dotato il suo stabilimento di Chattanooga del più grande impianto fotovoltaico del Tennessee. Nestlé ha annunciato la costruzione di un impianto a

biomasse in Messico che utilizzerà gli scarti della lavorazione del caffè. Nike ha creato una divisione per promuovere investimenti diretti nelle rinnovabili, rinunciando al ricorso ai certificati verdi e ai diritti di emissione di CO₂. HSBC, British Telecom, PepsiCo, Cemex, Renault, Sumitomo, Bmw e Apple sono altri esempi. Alcune multinazionali, anche operanti in settori diversi, hanno deciso di co-investire insieme per ridurre il rischio. Walmart, Mitsui e Arcelor Mittal, per esempio, si sono accordate per realizzare un parco eolico a Bii Stinu in Messico da 164 MW. Il fatto che i cash flow delle grandi multinazionali contribuiscano a finanziare i progetti di energia rinnovabile è una buona notizia per un settore che potrà così diversificare le fonti di finanziamento, finora dipendenti in modo rilevante dal circuito bancario.

Frendy Energy, anch'essa quotata su Aim Italia, che realizza micro-impianti idroelettrici nel bacino Est-Sesia. K.R. Energy (altro titolo che ha ben performato) ha acquisito di recente quattro impianti idroelettrici. Alerion si concentrerà invece sull'eolico, dopo la dismissione del business nel fotovoltaico. La rifocalizzazione degli investimenti è anche a livello geografico: sono numerose le imprese che nei primi mesi del 2013 hanno selezionato progetti oltre confine. TerniEnergia ha puntato sulla Romania; Enertronica ha invece aperto una filiale in Asia, ottenendo una prima commessa in Giappone. Il mini-eolico, alla luce dei minori adempimenti necessari e della favorevole struttura degli incentivi, dovrebbe beneficiare di un rinnovato interesse. Sicuramente il comparto delle rinnovabili è stato influenzato anche dalle dinamiche del prezzo del petrolio, tornato sopra i 100 dollari al barile, che dovrebbe favorire investimenti nelle fonti pulite e quindi contribuire a sostenere i titoli in Borsa.

L'attivismo della finanza in questo settore è stato evidente non solo sui mercati borsistici, ma anche nelle operazioni di merger&acquisition degli ultimi anni. Innanzitutto vanno citati gli investimenti fatti da fondi specializzati sia nella realizzazione di nuovi impianti sia nella cessione di quelli esistenti. Molti fondi chiusi immobiliari, spinti dalla crisi del mattone, hanno aperto dei comparti dedicati ai progetti nel fotovoltaico e nell'eolico, sviluppati ex novo o rilevati da altre gestioni (ultima in ordine di tempo l'acquisizione dei parchi solari di Acea da parte del fondo Terra Firma). Terni Energia ha seguito la stessa strada, costituendo con Prelios Sgr un fondo di investimento dedicato alle rinnovabili. Altrettanto degni

di nota gli investimenti fatti dai fondi di private equity nel capitale di rischio di imprese coinvolte nella filiera. Palladio Finanziaria ha acquisito dal gruppo Cover di Verbania la divisione attiva nella realizzazione di impianti idroelettrici (Hydro Energia, di cui oggi detiene il 78,9% del capitale). Amber Capital è entrato nel capitale della holding padovana Sorgent.e (con una quota del 32,5%), che sviluppa e realizza impianti per la produzione di energia rinnovabile. All'operazione ha contribuito finanziariamente anche Orizzonte Sgr. È probabile che la società arrivi alla quotazione a Piazza Affari, visto che partecipa al progetto Elite di Borsa Italiana. Fondamenta Sgr sta per lanciare il terzo fondo dedicato alle rinnovabili (Atmos III) dopo che i due precedenti veicoli hanno acquisito partecipazioni per oltre 80 milioni di euro.

Fra i nuovi attori comparsi nel mondo degli investitori occorre annoverare anche i soggetti corporate come le grandi multinazionali (si veda il box), i quali sembrano preferire l'investimento diretto nelle rinnovabili all'acquisizione di carbon credit e ai meccanismi di compensazione delle emissioni. Il razionamento del credito da parte del circuito bancario ha colpito duramente il flusso degli investimenti, in un comparto dove la leva del debito è essenziale per incrementare i rendimenti; ma, come è evidente dai casi citati, il mondo della finanza non ha smesso di guardare con interesse alle rinnovabili, ampliando l'attenzione alla filiera industriale, accogliendo nuovi attori e riposizionandosi - sia in termini di strumenti finanziari sia in termini di aree di business - in funzione delle opportunità che si presentano per il futuro.