Mercato & finanza

Finanza e transizione energetica: il nuovo equilibrio tra rischio, ritorno e competenze

Antonio Michelon, Country Head di Afry

Un contesto in rapida trasformazione

Il settore energetico europeo e italiano sta attraversando una fase di profonda trasformazione, in cui la transizione verso fonti rinnovabili e sistemi di flessibilità impone una revisione radicale delle strategie di investimento da parte degli operatori finanziari.

La sfida non è solo tecnologica, ma soprattutto finanziaria e industriale: per centrare gli obiettivi climatici al 2030 e al 2050 in UE serviranno investimenti aggiuntivi di portata straordinaria, in un contesto di crescente incertezza e complessità. Come AFRY (società attiva a livello nazionale e internazionale nei settori dell'ingegneria, progettazione e consulenza) abbiamo stimato che saranno necessari investimenti per 1.400 Mld€, per sviluppare 1,5 TW di nuova potenza rinnovabile e di accumuli per la flessibilità.

La domanda che emerge è come creare le condizioni affinchè tali investimenti avvengano. In altri termini, è preferibile una regolazione profonda che guidi gli operatori nelle loro scelte o, viceversa, lasciare che sia il mercato a decidere?

Le lezioni del passato

Il recente passato offre lezioni importanti in un senso e nell'altro.

Se si pensa ad esempio al Conto Energia in Italia, si vede come un sistema governato ma non progressivo, con tariffe fisse e rendimenti elevati, abbia certamente permesso di sviluppare quasi 18 GW di FV nel quinquennio 2009-13, ma con costi per il sistema elettrico diventati rapidamente insostenibili. Il meccanismo è stato quindi cancellato e per i successivi 5 anni gli investimenti si sono bloccati e l'industria si è fermata.

Dall'altro lato è utile l'analisi del caso spagnolo negli ultimi anni, dove iniziali condizioni favorevoli di mercato hanno determinato uno sviluppo incontrollato della nuova capacità FV fino a livelli che hanno poi causato un forte incremento sulla borsa elettrica delle ore con prezzi nulli o negativi e un crollo del mercato dei PPA. La bancabilità dei progetti è stata in molti casi compromessa e gli investimenti sono rallentati notevolmente.

L'asta competitiva quale meccanismo per attrarre capitali

Alla luce anche di tali esperienze, le aste competitive, come quelle utilizzate per FerX e Macse, rappresentano oggi lo strumento più efficace per attrarre capitali. Questi meccanismi assicurano costi di generazione competitivi e minimizzano gli oneri per la collettività, garantendo al contempo ritorni prevedibili e stabili (seppur non elevati) per gli investitori. Le aste saranno fondamentali per colmare il gap di capacità rinnovabile e flessibilità necessario a raggiungere gli obiettivi 2030 per il nostro paese: 76 GW di rinnovabili e 50 GWh di flessibilità attesi dalle aste.

La lettura degli esiti delle prime aste Macse e FerX sembra confermare tale assunto, permettendoci inoltre di trarre alcune indicazioni per il futuro prossimo del settore.

L'asta MACSE, in primo luogo, ha visto una partecipazione molto ampia – di circa 4 volte il massimo contingente – e prezzi di aggiudicazione molto inferiori alle attese: 15 progetti si sono aggiudicati l'asta, per una capacità totale di circa 10 GWh. La dimensione media è stata di 667 MWh, ma con una notevole variabilità (da 32 a 3.636 MWh), e una durata media superiore alle 6 ore, segnalando una liquidità piuttosto bassa dell'asta e una forte selettività. Il premio medio aggiudicato si è attestato a circa 12.955 €/MWh/anno, circa un terzo rispetto al cap previsto (37.000 €/MWh/anno).

Anche per quanto riguarda il FerX, la procedura ha registrato una partecipazione senza precedenti, con 870 domande presentate per circa 12 GW di nuova capacità contro un contingente disponibile di 10,5 GW. Il fotovoltaico si conferma di gran lunga la tecnologia leader, totalizzando oltre 10 GW di progetti candidati e 7,7 GW assegnati a 474 impianti. Il prezzo medio di aggiudicazione si è posizionato a 56,8 €/MWh, evidenziando una riduzione media del 37% rispetto alla base d'asta, con cali massimi prossimi al 50%. Anche il settore eolico ha visto una buona partecipazione, seppur con risultati più contenuti: sono stati assegnati 940 MW su 2.500 disponibili, ad un prezzo medio di 72,8 €/MWh.

In entrambi i casi il ritorno garantito dalle tariffe di aggiudicazione non appare sufficiente per ripagare interamente l'investimento con un ritorno adeguato. La pressione sui prezzi richiederà agli operatori una costante ottimizzazione dei costi, l'adozione di economie di scala e innovazioni tecnologiche, con l'obiettivo di massimizzare i ricavi anche negli anni post tariffa garantita dei progetti.

Il superamento del "regolato" e la centralità del rischio merchant

Siamo dunque alla fine di un'epoca: oggi il ritorno regolato non basta più a convincere i comitati investimenti, e la "coda merchant" – ovvero la valorizzazione degli impianti sul mercato dopo la fine degli incentivi – diventa centrale nella valutazione dei business case.

La durata tecnica degli asset (ad esempio, 25 anni per una batteria) impone di gestire in modo profittevole anche il periodo post-incentivo, solitamente dopo i primi 15 o 20 anni, che può rappresentare oltre il 50% del valore complessivo dell'investimento. Le aste si confermano un efficace strumento di indirizzo della transizione, ma la sostenibilità di lungo periodo dipenderà dalla capacità del sistema di adattarsi a un mercato sempre più dinamico e selettivo.

Il nuovo paradigma impone una ridefinizione dei rapporti tra finanza e industria: gli investitori finanziari devono dotarsi di competenze industriali, integrandole nelle proprie piattaforme o instaurando rapporti di risk sharing e controllo con i partner industriali. Anche le banche stanno adattando i propri modelli, passando da logiche basate su cash flow prevedibili a modelli più flessibili, in grado di cogliere le opportunità offerte dal mercato e di gestire la maggiore volatilità.

In altri termini, il successo di un investimento dipenderà dalla capacità di costruire modelli che sappiano bilanciare ritorno regolato e rischio merchant, valorizzando le competenze industriali e finanziarie in modo integrato. Solo così sarà possibile mobilitare le risorse necessarie per centrare gli ambiziosi obiettivi climatici europei e nazionali.