

PREZZI DI MERCATO E FONDAMENTALI D'IMPRESA, UNA VECCHIA QUESTIONE IN UN NUOVO CONTESTO? IL COMPARTO ENERGETICO E LE FONTI RINNOVABILI

di Alessandro Marangoni *

Le relazioni tra i prezzi di Borsa dei titoli e i fondamentali di bilancio delle società sono una *vexata quaestio* nello studio dei mercati mobiliari. I momenti di tensione dei mercati, sia in salita che in discesa, portano periodicamente alla ribalta il tema. L'attuale crisi finanziaria, da taluni definita epocale, ha inciso in maniera significativa anche su questo aspetto? In tale quadro ha, dunque, ancora senso la distinzione tra settori difensivi e settori *growth*? Per cercare di rispondere a questa domanda abbiamo esaminato un settore specifico, quello delle utilities e dell'energia, comunemente ritenuto difensivo e, al suo interno un comparto innovativo e in forte sviluppo, quello delle energie rinnovabili. Dopo un breve inquadramento teorico, abbiamo esaminato il contesto europeo per poi focalizzarci sul comparto energetico italiano. Abbiamo quindi esaminato le società elettriche e *utilities* quotate alla Borsa italiana, evidenziando in seguito le peculiarità

del settore delle energie rinnovabili. È stata condotta un'analisi comparata delle serie storiche dei prezzi dei titoli, dei fattori industriali settoriali e dei parametri fondamentali delle società operanti nel settore dell'energia elettrica tradizionale e delle rinnovabili. L'obiettivo è comprendere se e in che modo il mercato rifletta i fondamentali aziendali e se ciò avvenga in modo differente per comparti con caratteristiche diverse, come quelli dell'energia elettrica tradizionale e quelli con business innovativi, come le energie da fonti rinnovabili.

La valutazione delle aziende tra mercato e fondamentali: un cenno teorico

La maggior parte degli studi teorici sull'andamento dei mercati azionari parte dall'assunto che investitori razionali operino in un mercato efficiente (cioè nel quale tutta

l'informazione è messa a disposizione degli operatori) e che, nel momento in cui si rende disponibile una nuova informazione, muovano le quantità di azioni detenute in portafoglio in base all'ipotetico impatto di tale informazione sui fondamentali delle società emittenti. Alcuni studiosi, come Jensen, avevano definito questa ipotesi come "l'evidenza empirica più facile da dimostrare", giustificando i fallimenti del mercato come episodi sporadici che non minavano la validità della teoria economica.

Molti altri autori hanno ritenuto tale tesi di ardua dimostrazione, asserendo che, nonostante i mercati telematici abbiano aumentato l'efficienza e la trasparenza, l'ipotesi di razionalità degli investitori è tutt'altro che certa. Dai dubbi sull'agire razionale degli investitori è nato il filone di studi della "finanza comportamentale", sviluppato da Tversky e Kahneman² e successivamente recepito da Arrow³. Questa teoria si pone l'obiettivo di

* Alessandro Marangoni è Chief Executive Officer di Althesys Strategic Consultants. Si ringrazia la dr.ssa Valentina Boccia, Analyst di Althesys, per la collaborazione nell'elaborazione dei dati; s'intende che la responsabilità per il contenuto dell'articolo

rimane a carico all'Autore.

¹ Cfr. M.C. JENSEN et al. "Symposium on some anomalous evidence regarding market efficiency", *Journal of Financial Economics* 6, Sept 1978.

² Cfr. TVERSKY e KAHNEMAN "Prospect theory: an

analysis of decision under risk", *Econometrica journal of econometric society*, 1979.

³ Cfr. KENNETH, J. ARROW "Risk perception in Psychology and economics", *Economic Inquiry*, 1982.

dare schematizzazione agli eventi di irrazionalità del mercato. La sua novità risiede in *primis* nelle ipotesi di partenza.⁴

- investitori sono soggetti a un “sentimento”, inteso come un’ipotesi sui ritorni futuri, che prescinde dai dati confrontabili e che si configura come un comportamento di gruppo (o di gregge).
- Scommettere contro il sentimento degli investitori è costoso e rischioso, perché lo scoppio di una bolla speculativa è imprevedibile.

In questo scenario l’arbitraggio come strumento di assestamento dei mercati appare inefficace e nel caso di una bolla, il mercato, anziché contrastarla, tenderà di cavalcarla sempre di più, alimentandola ulteriormente e irrazionalmente e allontanando così sempre di più i prezzi di mercato dal valore intrinseco dell’azienda espresso dai suoi fondamentali. I recenti andamenti dei mercati, tanto in fase ascendente che in quella discendente, sembrano confermare tale visione. Questo sembra poi essere particolarmente vero per i settori “di moda” in una certa fase storica, come è avvenuto per le telecomunicazioni ai tempi della cosiddetta bolla Internet e più recentemente con il comparto delle energie rinnovabili.

Ad esempio, all’inizio del 2008 il Financial Times aveva lanciato il segnale che fosse il mercato delle energie rinnovabili (con particolare attenzione per il fotovoltaico) a vivere un improvviso momento di perdite accentuate (dopo mesi di guadagni ininterrotti), e da qui aveva ipotizzato la probabile esistenza di una bolla su questi titoli. I mesi successivi, con il crollo generalizzato dei mercati, hanno di fatto impedito di capire se vi fosse effettivamente una bolla specifica in quel comparto o se fosse l’intero mercato ad essere drammaticamente sopravvalutato. L’idea che le rinnovabili beneficiassero di un’euforia eccessiva non era tuttavia senza fondamento, dato che il settore presentava le caratteristiche tipiche indicate dalla teoria “top down”⁵ (una declinazione della finanza comportamentale), tra le quali la giovinezza, la bassa capitalizzazione e le forti attese di crescita.

Il settore energetico e le rinnovabili

La nostra analisi si è focalizzata sulle imprese del settore energetico e delle utilities quotate alla Borsa italiana (vedi tabella 1), che comprende sia alcune *blu chip* a larga capitalizzazione, sia alcune medie aziende elettriche e utilities tradizionali operanti anche nelle fonti rinnovabili, sia società focalizzate esclusivamente sulle fonti rinnovabili. Il totale del basket esaminato, focalizzato sostanzialmente sulle società elettriche (o da società utilities con una presenza nelle rinnovabili), è composto da venti società, della quali nove presenti solo nelle rinnovabili. Sono state escluse società utilities o energetiche non presenti nel settore elettrico e rinnovabili o con una presenza poco significativa sul totale del business.

Il settore dell’energia elettrica è caratterizzato, come è noto, da un business stabile, con una domanda in crescita lenta, ma costante, forti investimenti e flussi di cassa cospicui e tendenzialmente costanti. La forte componente regolatoria presente nel comparto, soprattutto in alcuni segmenti quali la trasmissione, assicura livelli elevati e prevedibili di redditività. Peculiari, come vedremo, le caratteristiche del segmento della produzione elettrica da fonti rinnovabili, caratterizzato da tecnologie produttive meno mature, da una modesta incidenza delle *opex* rispetto alle *capex* e da una profittabilità fortemente dipendente dal sostegno pubblico.

Le società italiane quotate che operano nelle nuove energie rinnovabili (cioè escluso l’idroelettrico) operano in prevalenza nell’eolico, come evidenziato dalla tabella 2.

Tabella 1 – Le società elettriche-utilities quotate (SEE)

Società	Business	Capitalizzazione (€/Mln)
ENEL	Tradizionali/Rinnovabili	26248
EDISON	Tradizionali/Rinnovabili	6299
TERNA	Tradizionali	5005
A2A	Tradizionali/Rinnovabili	3682
ACEA	Tradizionali/Rinnovabili	1901
HERA	Tradizionali/Rinnovabili	1559
IRIDE	Tradizionali	817
ENIA	Tradizionali/Rinnovabili	483
ACEGAS-APS	Tradizionali/Rinnovabili	273
ACTELIOS	Rinnovabili	261
ALERION	Rinnovabili	179
KERSELF	Rinnovabili	157
K.R.ENERGY	Rinnovabili	155
ERG RENEW	Rinnovabili	132
GREENVISION	Rinnovabili	94
ACSM-AGAM	Tradizionali/Rinnovabili	66
ERGYCAPITAL	Rinnovabili	44
COGEME	Tradizionali/Rinnovabili	44
KINEXIA	Rinnovabili	41
TERNIENERGIA	Rinnovabili	32

⁴ Cfr: DE LONG, J. BRADFORD ANDREI SHLEIFER, LAWRENCE H. SUMMERS and ROBERT J. WALDMAN, “Noise

trader risk in financial markets”, *Journal of political Economy*, 1990.

⁵ Cfr: BAKER, WURGLER “Investor Sentiment in the stock market” *Journal of economic perspective*, December 2006.

In Italia, le imprese energetiche quotate in Borsa hanno una capacità installata di nuove rinnovabili nel mercato domestico intorno ai 1.900 MW. La tabella evidenzia la capacità installata in Italia nel 2008 delle società quotate, che è però sottostimata perché alcuni dati aziendali si riferiscono all'anno precedente. L'eolico (al quale è attribuibile anche buona parte della capacità "Altro") costituisce la quota più rilevante, mentre il solare è ancora limitato.

Tabella 2 – Le rinnovabili delle società quotate

Fonte	Capacità installata (MW)
Eolico	767
Solare	18
Biomasse	62
WTE	270
Altro	744
Totale Italia	1.861

Fonte: elaborazioni Althesys su dati aziendali

Attualmente l'Italia produce quasi il 6% del proprio consumo di elettricità grazie a fonti rinnovabili di nuova generazione (con il tradizionale idroelettrico si raggiunge il 16%) e al 2008 l'installato di "nuove rinnovabili" (eolico e fotovoltaico) è di circa 4.000 MW, dei quali 3.736 di eolico (vedasi la tabella 3). Nonostante i costi di produzione non siano ancora del tutto competitivi con quelli delle fonti tradizionali, il settore eolico presenta forti tassi di crescita, sia in Europa che in Italia, dove la potenza installata nel 2008 è nove volte quella di inizio millennio. I driver del suo sviluppo consistono nell'esistenza in alcuni Paesi di aree poco urbanizzate e ancora poco utilizzate, in costi d'investimento decrescenti, in rendimenti ancora in crescita e in incentivi economici attraenti in pressoché tutte le aree geografiche.

Le società quotate che stanno investendo nell'energia eolica in Italia sono sette: Acea, Alerion, Edison, Enel ed Erg Renew, le qua-

li hanno installato impianti per una potenza totale di circa 768 MW (il 40% del totale delle nuove rinnovabili).

Le biomasse, pur presentando un potenziale teoricamente interessante, attualmente contribuiscono in maniera contenuta alla produzione energetica (69 MW, il 10% del totale) a causa delle difficoltà di costruire impianti di grande taglia e degli ostacoli presenti nel realizzare un'efficiente integrazione con la filiera agricolo-forestale. Al contrario, l'energia prodotta dalla combustione dei rifiuti (Waste To Energy - WTE), soprattutto grazie all'incidenza di A2A, ha avuto un significativo sviluppo e costituisce oggi una fetta non modesta del totale (270 MW, pari al 15%). Sul mercato italiano vi sono sei società che operano nel WTE (A2A, Acegas, Actelios, Enel, Enia, Hera) e sette nelle biomasse (Acegas, Acsm, Actelios, Enel, Enia, Hera, Kinexia). Il settore fotovoltaico è quello con la tecnologia meno matura, con costi d'investimento ancora molto superiori alle altre fonti (il costo unitario di investimento è circa il triplo di quello dell'eolico), ma con modeste barriere all'ingresso e con tassi di crescita molto elevati. È quindi anche quello più presente tra le società esaminate, 9 (Actelios, Alerion, Enel, Enia, Ergycapital, Hera, K.R. Energy, e Ternienergia), la cui potenza totale è però di soli 20 MW circa, un valore ancora modesto non solo rispetto alle fonti tradizionali, ma anche in confronto all'eolico.

L'andamento dei mercati e il comparto dei titoli elettrici

La nostra analisi sulle società elettriche quotate ha innanzitutto esaminato l'andamento del comparto rispetto all'intero mercato. Il periodo considerato è di un anno (dall'inizio di aprile 2008 a quello di maggio 2009), abbracciando così le diverse fasi di salita e discesa dei mercati mobiliari. Il campione delle aziende energetiche considerate mostra nel complesso performance migliori rispetto al mercato, come evidenziato dalla figura 1, che mette a confronto l'andamento del

Mibtel con quello dei prezzi giornalieri dei titoli del nostro campione (SEE). Il comparto si conferma difensivo e, pur risentendo evidentemente del più generale andamento del mercato e della fase di pesante crisi, mostra anche una certa stabilità rispetto a fattori chiave del comparto energetico, quali quello del prezzo del petrolio. La figura 2, grafico di sinistra (Mibtel, campione SEE e petrolio) evidenzia però come l'andamento dei prezzi delle società SEE sembri essere influenzato più dall'andamento generale del mercato che dal prezzo del petrolio che, come è noto, condiziona i profili di costo e di ricavo. Il grafico a destra mostra peraltro come la relazione con il prezzo del petrolio non solo non sia stabile nel tempo ma anche in alcuni casi sia addirittura di senso contrario. Mentre in una prima fase il prezzo dei titoli SEE ha seguito quello del prezzo del petrolio (che è il principale indicatore del prevedibile andamento dei costi di produzione dell'elettricità), successivamente, il valore delle società elettriche si è mosso in senso opposto. Il primo fenomeno troverebbe una possibile spiegazione nella supposta capacità delle aziende elettriche di recuperare *ad abundantiam* nei prezzi (tariffe) di vendita dell'elettricità il maggior costo dei combustibili. Al crescere dei costi della materia prima, cioè, salirebbero proporzionalmente anche i margini di profitto. Ciò sarebbe coerente con la più generale tendenza dei prezzi dei titoli Oil & Gas a salire nelle fasi di crescita del prezzo del petrolio. In seguito, però, l'andamento è stato molto divergente, ipotizzando quindi una relazione inversa tra prezzo delle materie prime impiegate e valore delle imprese elettriche. La riduzione del costo dei combustibili porterebbe quindi a migliorare la profittabilità delle imprese e di conseguenza il suo apprezzamento da parte del mercato. La divergenza tra le due interpretazioni porterebbe a confermare l'indicazione del primo grafico di figura 2, cioè che la relazione dei titoli SEE con l'andamento generale del mercato è assai più forte di quella con gli elementi fondamentali del settore. In breve,

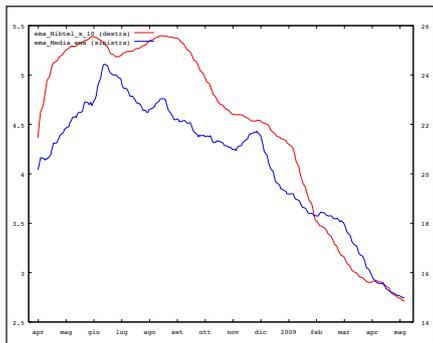
Tabella 3 – La capacità eolica installata in Italia. Anni 2000-2008

Anno	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
MW	427	690	797	913	1.255	1.718	2.123	2.726	3.736

Fonte: Anev

più che l'andamento di costi e ricavi tipici del settore, il mercato è condizionato dalla congiuntura generale.

Figura 1 – Borsa Italia: Mibtel (linea rossa) e comparto elettrico (linea blu)



Fonte: elaborazioni Althesys su dati aziendali

È veramente così o ciò è dovuto anche alla limitatezza del mercato italiano e del campione da noi esaminato? Se consideriamo il più ampio mercato europeo, vediamo che l'andamento delle Borse è molto simile, come mostra il confronto tra l'andamento del Mibtel e dello Stoxx 600 riportato nella figura 3 (sezione sinistra). Anche se esaminiamo a livello europeo il comparto energetico (Stoxx Oil & Gas) notiamo che l'andamento segue piuttosto da vicino quello del mercato in generale (Stoxx 600), come evidenziato nella figura 3, sezione destra.

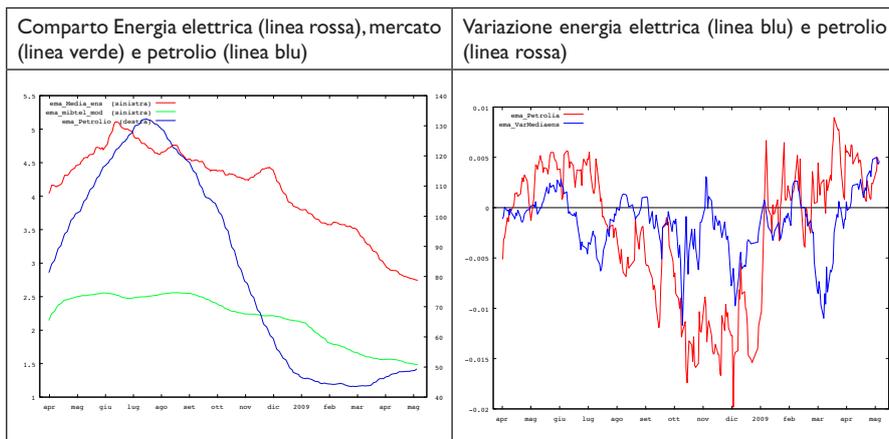
In conclusione, sembra quindi che la congiuntura e i fattori tecnici dei mercati mobiliari prevalgano su alcuni elementi industriali dello specifico comparto energetico. Questo avviene sia in mercati con caratteristiche diverse, sia in fasi di mercato e di congiuntura economica differenti. La recente crisi finanziaria non sembra aver prodotto in questo senso sensibili cambiamenti per il comparto elettrico e utilities.

Quali relazioni con i fondamentali aziendali?

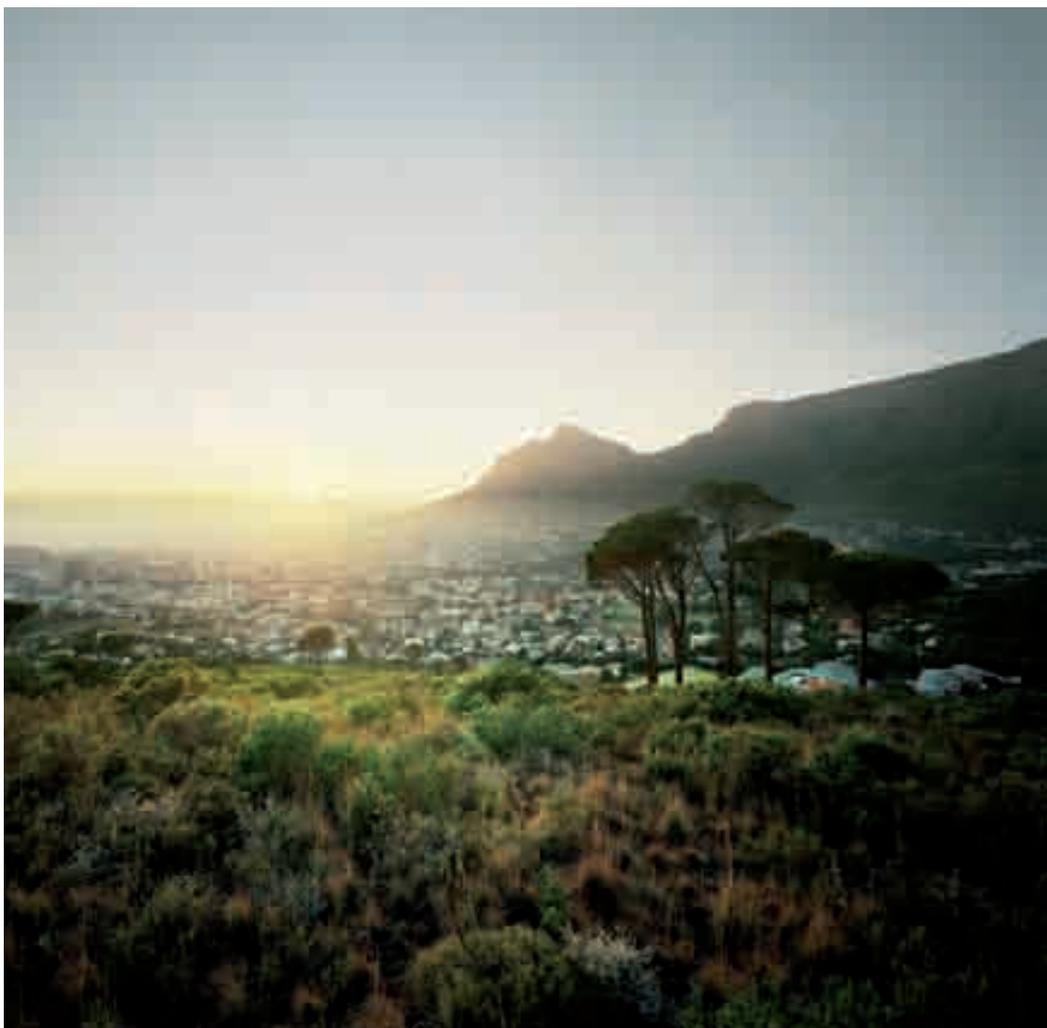
Se il quadro del mercato nel suo complesso pare evidenziare piuttosto chiaramente che i "fondamentali settoriali" sono largamente sovrastati dagli elementi generali di andamento dei mercati mobiliari, bisogna chiedersi se ciò avvenga anche con riguardo ai più specifici fattori aziendali.

Abbiamo pertanto esaminato alcuni indicatori di analisi fondamentale delle imprese SEE

Figura 2 – Andamento dei titoli elettrici e prezzo del petrolio



Fonte: elaborazioni Althesys su dati aziendali

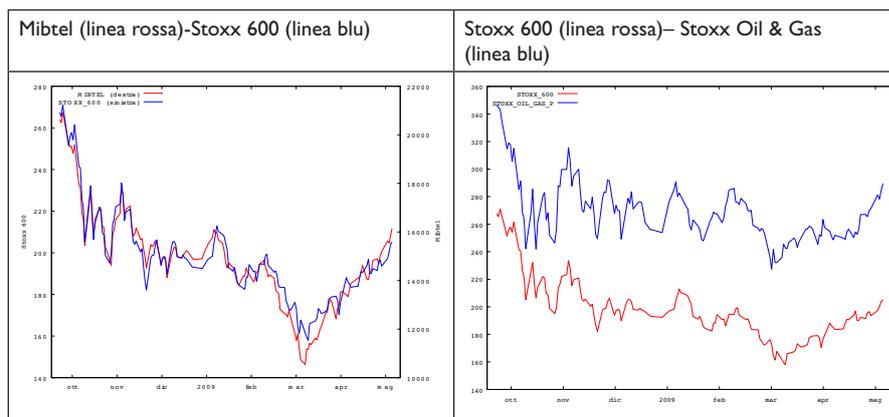


considerate elaborati sui dati dei bilanci annuali e delle relazioni trimestrali nel periodo oggetto di osservazione (aprile 2008-maggio 2009). Questi sono stati posti in relazione con le serie storiche dei prezzi dei titoli in questione nel medesimo arco temporale. L'indagine ha dunque riguardato: P/E, P/BV, dividend yield, Roi, Ros, Capital Turnover, riassunti nella tabella 4.

Il confronto tra l'andamento degli indicatori economico-finanziari (depurati dei valori anomali) condotto per ciascuna azienda, quello dei prezzi dei titoli e l'indice generale del mercato ha mostrato per larga parte delle aziende considerate un sostanziale disaccoppiamento tra i risultati di bilancio ed industriali e la loro performance sul mercato mobiliare. Peraltro gli attuali parametri di valutazione dei titoli da parte del mercato, quali il P/E, piuttosto bassi in alcuni casi rispetto ai dati medi di medio periodo, paiono riflettere più le attese negative dei mercati circa l'andamento economico generale piuttosto che le effettive prospettive di redditività dei titoli. Ciò pare particolarmente evidente per alcuni titoli di aziende SEE caratterizzate da P/E contenuti pur in presenza di *Dividend Yield* significativi (figura 4).

Inoltre, mentre alcuni titoli sembrano riflettere nelle quotazioni le informazioni circa l'andamento aziendale nel brevissimo periodo, evidenziando ad esempio a ridosso della pubblicazione delle trimestrali movimenti coerenti con le performance industriali ed economiche da queste comunicate, nel medio periodo i prezzi sembrano piuttosto seguire l'andamento degli indici generali di Borsa. Nel campione SEE esaminato coesistono tuttavia situazioni differenti e, mentre per alcuni titoli (per esempio, Enel, Terna, Edison, Hera) sembra esservi una certa relazione di medio periodo tra fondamentali aziendali e prezzi di mercato, per altri (quali a titolo esemplificativo, A2A, Aps-Acegas, Actelios, Alerion) tale collegamento pare più debole. Non va poi dimenticato che taluni titoli risentono di fattori peculiari, quali processi di fusione e connessi problemi di *governance* che talvolta tendono a prevalere nelle considerazioni degli investitori più degli effettivi risultati industriali delle aziende. Tipico al riguardo è il caso di difficile integrazione e/o di difficoltà di governance di alcune local utilities quotate. Per molti, invece, esiste una relazione piuttosto stretta con l'andamento più generale del mercato mobiliare. A titolo

Figura 3 – Confronto mercato europeo, mercato italiano



Fonte: elaborazioni Althesys su dati aziendali

Tabella 4 – Le società elettriche-utilities quotate (SEE) – alcuni indicatori (anno 2008)

Società	P/E	P/BV	Dividend Yield	Capital Turnover	ROS	ROI
A2A	12,00	0,96	6,57	0,74	0,11	0,08
ACEA	10,08	1,38	6,13	1,03	0,12	0,13
ACEGAS-APS	20,39	0,78	6,53	0,71	0,09	0,06
ACSM-AGAM	92,23	0,83	6,68	0,24	-0,03	-0,01
ACTELIOS	14	0,76	4,64	0,32	0,34	0,11
ALERION	-	1	1,33	0,03	-0,48	-0,02
COGEME	27,14	1,28	-	-	-	-
EDISON	15,64	0,66	5,18	1,00	0,07	0,07
ENEL	4,94	1,28	4,33	0,80	0,16	0,13
ENIA	14	0,92	5,64	0,94	0,09	0,08
ERG RENEW	-	0,71	2,33	0,11	-0,38	-0,04
ERGYCAPITAL	-	1,03	-	0,05	-7,50	-0,35
GREENVISION	-	2,96	-	1,33	0,07	0,09
HERA	16,65	1,02	5,552	1,18	0,08	0,09
IRIDE	8,28	0,68	9,54	0,90	0,09	0,08
K.R.ENERGY	-	2,14	-	0,12	-0,84	-0,10
KERSELF	22,22	3,28	-	0,87	0,21	0,18
KINEXIA	-	2,22	0,86	1,30	-0,16	-0,21
TERNA	15,28	2,4	2,36	0,25	0,51	0,13
TERNIENERGIA	58,24	3,42	-	11,86	0,05	0,63

Fonte: elaborazioni Althesys su dati aziendali

puramente esemplificativo si riportano nella figura 5 gli andamenti di alcuni titoli, del loro Ros e dell'indice di mercato Mibtel.

Il maggior scollamento tra prezzi e fondamentali sembra riguardare in particolare i titoli delle rinnovabili. Ciò confermerebbe la difficoltà del mercato e degli analisti a comprendere e valutare correttamente *business* nuovi, tendendo nelle fasi di euforia del mercato a sopravvalutarli e, specularmente, nelle fasi di crisi a sottovalutarli. Peraltro i dati sulla redditività dei titoli provenienti dall'analisi del *dividend yield* rilevano come i titoli delle energie rinnovabili appaiano attualmente meno remunerativi rispetto agli altri SEE.

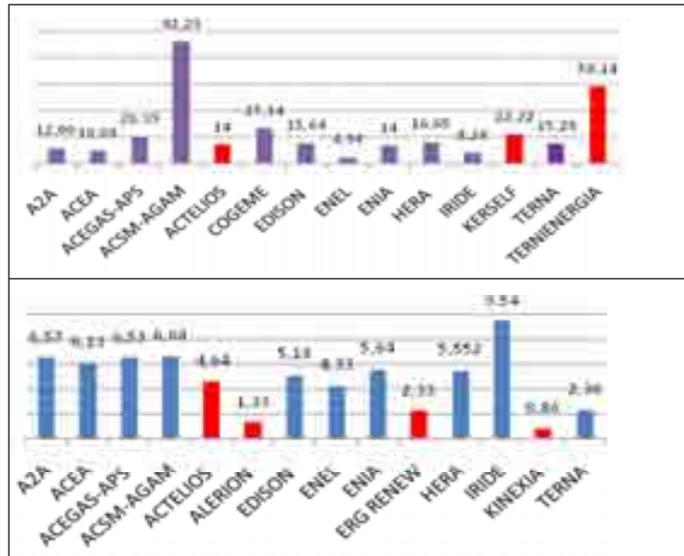
Il confronto tra le società elettriche tradizionali e le nuove imprese delle rinnovabili

Come abbiamo visto, il segmento delle rinnovabili è peculiare rispetto all'intero settore elettrico, avendo una differente struttura industriale, con la presenza di diverse e nuove categorie di operatori, tra i quali *start-up* di non grandi dimensioni.

I medi e piccoli operatori hanno un ruolo non secondario nello sviluppo delle rinnovabili, con l'affacciarsi di nuove figure e modelli di business, sorti grazie all'attrattività data dagli incentivi pubblici. Anche le aziende delle rinnovabili quotate alla Borsa Italiana hanno caratteristiche e dimensioni ben diverse da quelle del comparto tradizionale.

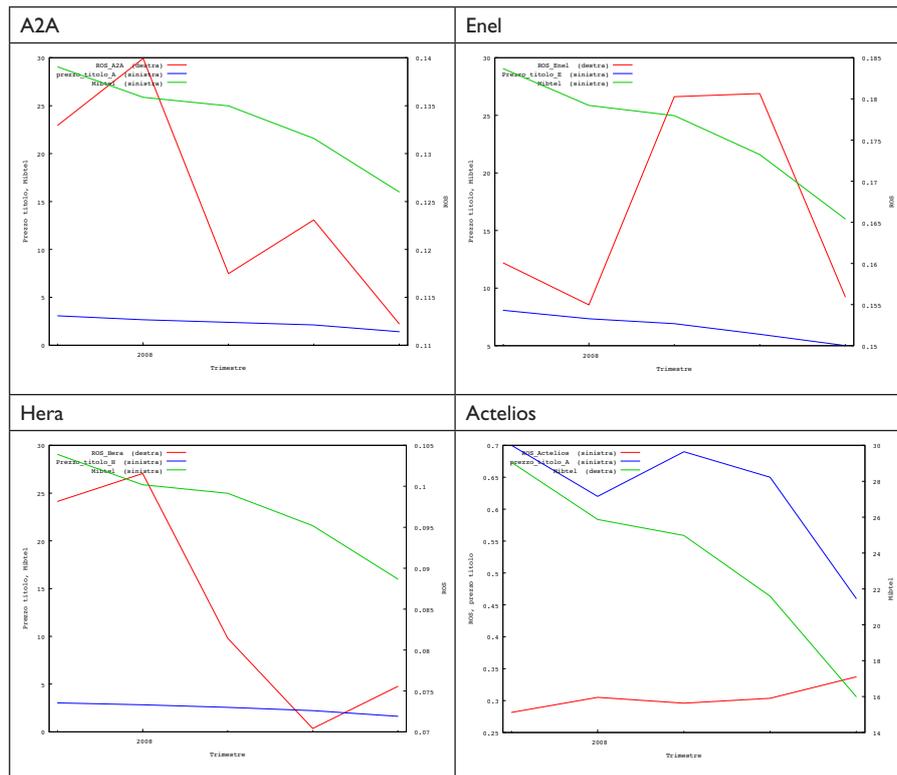
A livello europeo, il segmento delle rinnovabili dispone di un indice specifico (ERIX – European Renewable Energy Index), che riunisce le principali aziende quotate focalizzate sul business delle energie da fonti rinnovabili⁶. Questo permette di evidenziare come il segmento delle rinnovabili, pur seguendo il più generale andamento dei mercati, si distingue da quello tradizionale Oil & Gas. Si veda al riguardo la figura 6, che confronta l'evoluzione dell'indice ERIX e dello STOXX Oil & Gas. In questo caso, contrariamente a quanto normalmente avviene per i business innovativi, il segmento delle rinnovabili pare più stabile di quello tradizionale. Il principio "no fuel, no risk" potrebbe essere una delle spiegazioni di questo fenomeno. Il confronto pare meno agevole per il mercato italiano dove, forse anche a causa dell'esiguo peso delle società quotate, non vi è un

Figura 4 – P/E e Dividend Yield per le società quotate SEE (anno 2008)



Fonte: elaborazioni Althesys su dati aziendali

Figura 5 – Andamento titoli, Ros, Mibtel



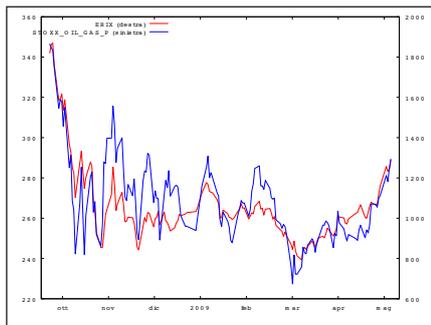
Fonte: elaborazioni Althesys su dati aziendali e di mercato

⁶ L'European Renewable Energy Index (ERIX) traccia la performance di alcune imprese europee che hanno la parte prevalente del loro giro d'affari nelle

energie rinnovabili (biocarburanti, geotermia, energia solare, idrica, eolica e marina). L'indice è composto da dieci delle maggiori e più liquide azioni di

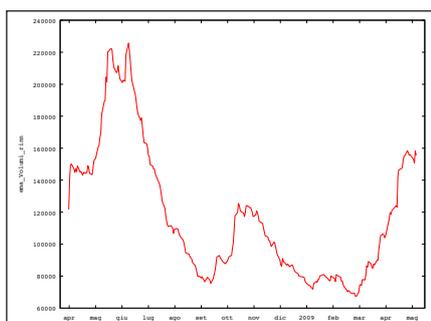
questo settore. L'ERIX è stato lanciato nell'ottobre del 2005 dal SAM Group in collaborazione con lo STOXX.

Figura 6 – Settore energetico tradizionale (linea blu) e segmento rinnovabili (linea rossa) in Europa



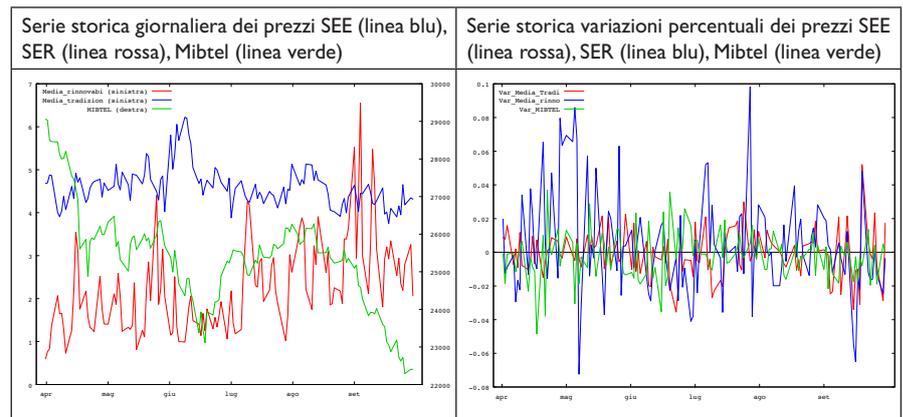
indice specifico. Abbiamo quindi segmentato il mercato, ripartendo il nostro basket SEE in due gruppi denominati “rinnovabili” e “tradizionali”. Nel primo sono stati inseriti i titoli delle società operanti esclusivamente nelle energie rinnovabili indicate nella tabella 1, mentre nel secondo sono state considerate le altre società, cioè quelle che si occupano della produzione di energia a partire solo o in larga misura da fonti tradizionali. Per ogni gruppo è stata calcolata la media ponderata per i volumi delle quotazioni giornaliere per il periodo aprile 2008-maggio 2009. I due indici sintetici così calcolati (SEE e SER) sono stati confrontati con l’andamento medio del mercato (utilizzando l’indice Mibtel) e con il prezzo del petrolio nello stesso periodo. Vale la pena notare che nell’arco temporale di osservazione, i volumi scambiati di titoli delle rinnovabili sono variati sensibilmente; dopo un picco di scambi nel settembre 2008, vi è stata una marcata diminuzione nelle quantità da ottobre 2008 a marzo 2009 (figura 7). Ciò evidentemente non è influente nello spiegare le oscillazioni delle quotazioni.

Figura 7 – Volumi di titoli di società rinnovabili scambiati. Aprile 2008- Maggio 2009



Fonte: elaborazioni Althesys su dati di mercato

Figura 8 – Energie tradizionali, rinnovabili e mercato (SEE, SER, Mibtel), Aprile-Settembre 2008



Fonte: elaborazioni Althesys su dati di mercato

L’orizzonte temporale dell’analisi è stato suddiviso in tre sottoperiodi, per esaminare con maggiore precisione gli andamenti.

Periodo 1: Aprile-Settembre 2008

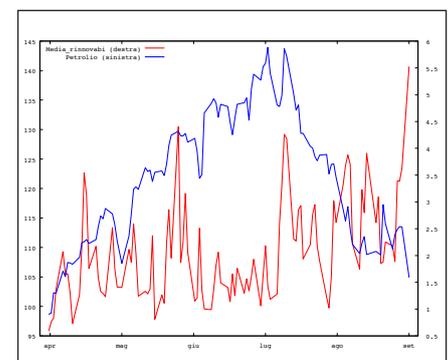
A causa della ben nota crisi finanziaria in atto, il sentiero tracciato dall’indice Mibtel è fortemente discendente. Allo stesso modo anche le aziende SEE hanno vissuto un periodo di calo e, sebbene nel totale sia stato più moderato, vi è stata una brusca discesa a seguito del picco positivo raggiunto a giugno (figura 8). L’andamento delle rinnovabili (SER) in questa fase pare quasi indipendente dal mercato. Il grafico mostra numerosi e decisi *up and down* delle quotazioni, con un momento di crescita accentuata nell’autunno 2008, che non trova riscontro negli altri indici. Nel complesso le aziende SER sono in contrasto con l’andamento generale del mercato, sembrando persino ignorare la generale crisi che colpisce gli altri titoli. Il comportamento dei titoli SER è tuttavia anomalo rispetto agli altri anche per quanto concerne le variazioni percentuali, sempre più marcate degli altri (sezione destra delle figura 8). Infatti, i titoli SEE tradizionali e il Mibtel hanno mostrato un trend di variazioni sempre all’interno di un intervallo compreso fra 0.02 e -0.02. Mediamente più ampie sono state le variazioni dei titoli SER, poiché titoli più sottili (i volumi scambiati sono sempre di gran lunga inferiori a quelli delle tradizionali) e appartenenti a un settore considerato innovativo.

Riguardo alla relazione con gli elementi tipici del settore energetico, sintetizzati dalla *proxy*

del prezzo del petrolio, l’analisi dei dati mostra anche in questo caso una sostanziale vita propria dei titoli delle rinnovabili (figura 9). Infatti, fino a luglio le rinnovabili hanno avuto un andamento del tutto indipendente rispetto al prezzo del petrolio, ma nel momento in cui le quotazioni del greggio hanno iniziato una fase calante, le rinnovabili hanno mostrato un trend ascendente.

Ciò parrebbe coerente con il già ricordato principio “no fuel, no risk”, cioè con la mancanza di effetti dell’andamento dei costi dei combustibili su quelli di generazione elettrica da fonti rinnovabili. Va però ricordato che i ricavi della vendita di energia dipendono dai prezzi di vendita dell’elettricità che, com’è noto, sono agganciati ai prezzi del *fuel*. Anche in questo caso, quindi, la relazione tra quotazioni dei titoli e fattori industriali del settore parrebbe contrastata.

Figura 9 – Confronto fra le quotazioni del gruppo rinnovabili (SER – linea rossa) e quelle del petrolio (linea blu)



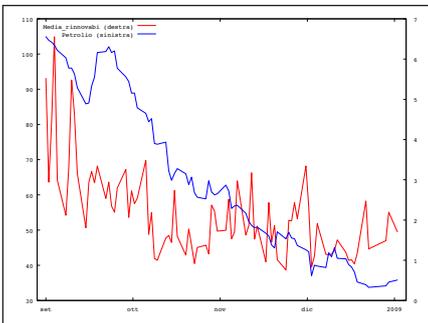
Periodo 2: Ottobre-Dicembre 2008

Il 15 settembre 2008, con il fallimento di Lehman Brothers, inizia la fase più drammatica di una crisi finanziaria globale, da taluni ritenuta anche più grave del famoso crollo del '29. Le borse di tutto il mondo entrano in una fase calante che raggiunge il suo momento peggiore nella prima settimana dell'ottobre 2008.

Il Mibtel, al pari di tutti gli altri indici europei, vive un periodo di forte discesa, così come i titoli delle energie tradizionali (figura 10, grafico sinistro). Le rinnovabili, contro ogni aspettativa (vista la grande variabilità evidenziata nei dati precedenti), a partire da metà ottobre dimostrano meno sensibilità al mercato.

Contrariamente a quanto appariva nel periodo precedente, le tradizionali vivono invece oscillazioni più marcate, sia del Mibtel, che delle rinnovabili, come evidenziato dall'andamento delle variazioni percentuali (figura 10, grafico destro). Questo fenomeno suggerisce la tesi che le rinnovabili siano molto oscillanti nei periodi di euforia del mercato, perché maggiormente oggetto di speculazione in quanto settore *growth*, ma più stabili nella crisi perché "dimenticate" dagli investitori più aggressivi. Ciò pare, tuttavia, da mettere in relazione anche alla riduzione dei volumi scambiati, che per le rinnovabili è più marcata che per gli altri titoli.

Figura 11 – Confronto fra quotazione del gruppo rinnovabili (SER – linea rossa) e del petrolio (linea blu)



Rispetto all'influenza dei fattori industriali del settore energetico (per il quale si è impiegato come *proxy* il prezzo del petrolio), anche in questo periodo il comparto delle rinnovabili sembra relativamente indipendente. In questa fase, il prezzo del petrolio scende ininterrottamente fino a raggiungere i 40 dollari al barile, ma le rinnovabili non seguono il medesimo percorso. Pur risentendo del calo generalizzato del mercato mobiliare, sembrano

presentare una maggior stabilità. Una possibile spiegazione può essere data dall'invarianza dell'entità dei sussidi pubblici, che attutisce parzialmente la caduta dei prezzi di vendita dell'elettricità dovuta al calo dei combustibili. Ciò potrebbe anche spiegare la maggior variabilità delle quotazioni dei titoli SEE rispetto a quelli SER vista in precedenza.

Periodo 3: Gennaio-Maggio 2009

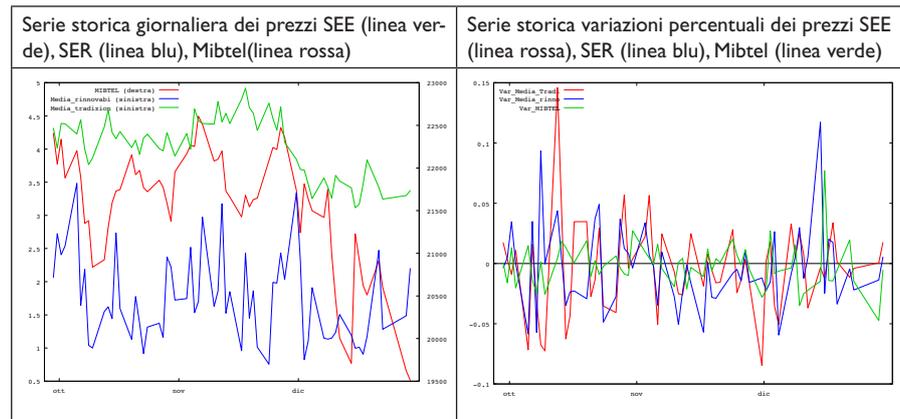
Il comportamento dei titoli SEE e SER nell'ultimo periodo conferma la difficoltà di trovare relazioni stabili tra i due comparti e tra loro e i relativi fattori industriali. In questa fase, tuttavia, sembra riemergere il carattere difensivo del settore energetico tradizionale, che pare più stabile dell'andamento generale del mercato e con una migliore performance dei titoli

SEE rispetto al Mibtel (figura 12, grafico sinistro). Infatti, il Mibtel continua lungo il percorso di discesa, mentre le tradizionali soprattutto nella parte finale del periodo vivono una leggera ripresa. Le rinnovabili, pur tornando a vivere momenti di grande variabilità, restano sostanzialmente sui valori di fine 2008.

Proseguendo il *trend* del periodo precedente, fino a marzo vi è stata una maggiore variabilità nei titoli delle tradizionali, ma nella seconda metà del periodo, si ritorna al modello pre-crisi, in cui sono le SER a mostrare maggiore instabilità (figura 12, grafico destro). In definitiva, quindi, nelle normali condizioni di mercato, i titoli delle aziende del comparto delle energie rinnovabili sono più volatili di quelli delle energie tradizionali.

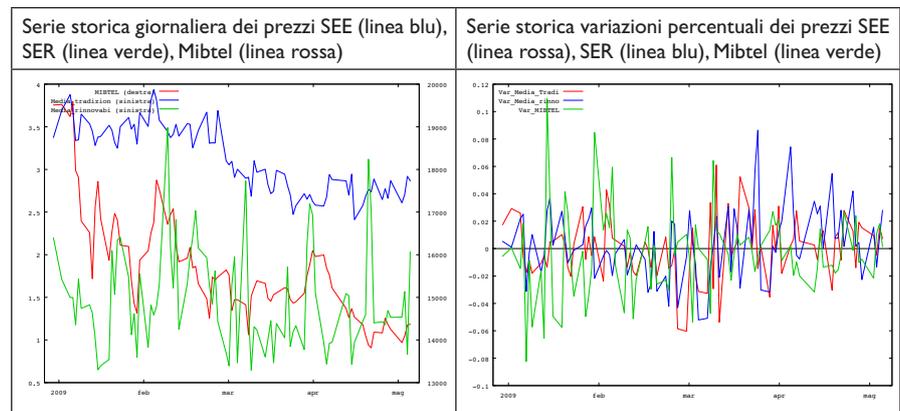
Anche in questa fase, se da un lato sembra

Figura 10 – Energie tradizionali, rinnovabili e mercato (SEE, SER, Mibtel), Ottobre-Dicembre 2008

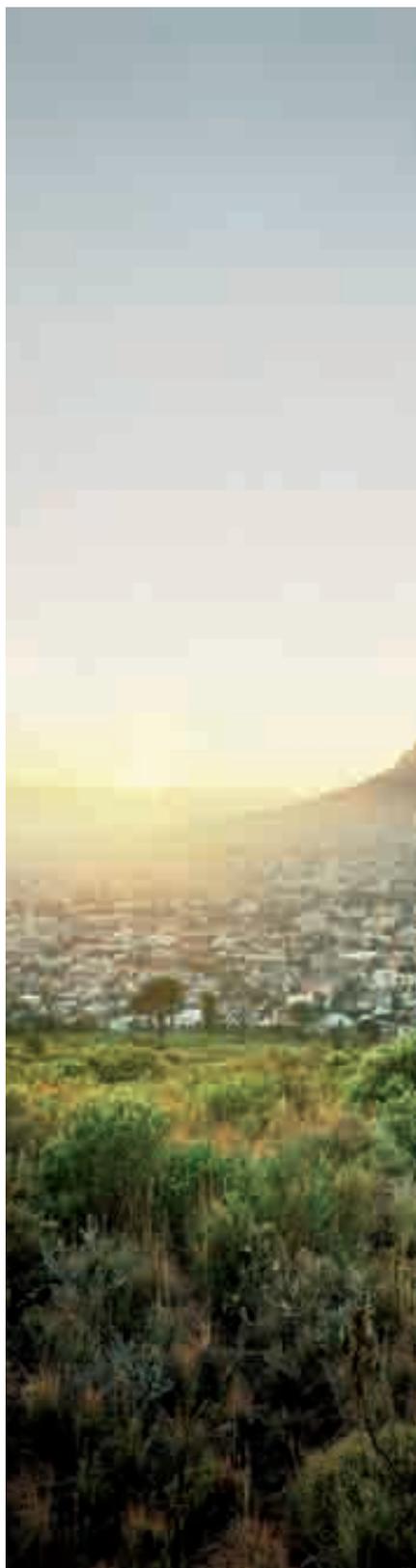


Fonte: elaborazioni Althesys su dati di mercato

Figura 12 – Energie tradizionali, rinnovabili e mercato (SEE, SER, Mibtel), Gennaio-Maggio 2009

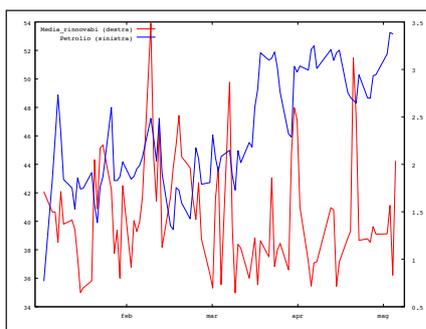


Fonte: elaborazioni Althesys su dati di mercato



confermato uno degli elementi industriali caratterizzanti le rinnovabili, cioè il vantaggio di non dipendere dai combustibili tradizionali, da un altro rimane difficile stabilire una chiara relazione tra fenomeni di mercato e fondamentali industriali. In questa fase, nella quale il prezzo del petrolio è in risalita (e con esso i costi delle materie prime impiegate nella produzione termoelettrica), i titoli delle rinnovabili, pur con sensibili oscillazioni, non seguono in modo uniforme l'andamento del prezzo del petrolio. La figura 13 evidenzia chiaramente come in due momenti di crollo delle quotazioni del greggio (inizio e fine aprile) vi sia contemporaneamente un picco positivo per le rinnovabili, mentre in altri periodi (gennaio-febbraio) l'andamento dei due grafici sembra essere nella medesima direzione.

Figura 13 – Confronto fra quotazione del gruppo rinnovabili (SER – linea rossa) e del petrolio (linea blu)



Per tentare di approfondire le relazioni tra gli elementi fin qui considerati, abbiamo anche condotto una sintetica analisi econometrica. Attraverso un modello OLS⁷ sono state indagate le possibili relazioni di causalità fra le variabili: prezzi SER, SEE, Mibtel e prezzo del petrolio. È stato considerato il campione di dati per l'intero periodo di osservazione, assumendo come variabile dipendente i dati relativi alle rinnovabili e come indipendenti i dati relativi agli altri gruppi.

Il modello è significativo, sebbene non descriva al meglio l'andamento della serie storica. Vi è una relazione positiva e minore di 1 con i prezzi dei titoli elettrici tradizionali, il prezzo del petrolio e l'indice Mibtel, che vuol dire che, complessivamente le rinnovabili abbiano risentito meno che proporzionalmente degli andamenti del mercato. Tali evidenze supportano quanto già emerso durante l'osservazione delle serie storiche: le rinnovabili risentono debolmente dell'andamento del mercato

e degli altri titoli di società energetiche, e, a meno di qualche episodio, seguono un percorso del tutto indipendente.

Conclusioni

Quest'analisi, sebbene risenta di alcune inevitabili approssimazioni e richieda ulteriori approfondimenti, mostra la difficoltà di trovare legami certi e univoci tra i fondamentali industriali e aziendali dei titoli e i loro prezzi di mercato. Da questo punto di vista, il settore dell'energia e delle utilities nel suo complesso non pare differenziarsi in modo significativo. Certamente alcuni titoli del comparto presentano caratteri difensivi e una maggior stabilità di performance, ma proprio la prevedibilità del business e del rendimento di alcuni titoli dovrebbe comportare una più agevole valutazione da parte del mercato e quindi una maggior consonanza con i fondamentali aziendali che, invece, non pare emergere.

La particolare fase attraversata dai mercati mobiliari (e delle materie prime) nell'ultimo anno, se in alcuni casi evidenzia le peculiarità del settore energetico, dall'altro rende difficilmente intelleggibili gli accadimenti aziendali rispetto a quelli generali, rendendo così ancora più difficoltosa la percezione della relazione prezzi-fondamentali.

Alcuni caratteri distintivi del segmento delle energie rinnovabili paiono in parte trovare riscontro nell'andamento di mercato, quali il principio "no fuel, no risk", ma l'esiguità del numero di titoli e di capitalizzazione di questo settore alla Borsa Italiana tende a far prevalere gli aspetti tecnici su quelli fondamentali. In particolare, in buona parte del periodo esaminato, i titoli delle società focalizzate sulle energie rinnovabili hanno mostrato maggior volatilità rispetto alle energetiche tradizionali. Questo è attribuibile sia alla percezione del rischio di un business innovativo, sia alla più ridotta dimensione di queste imprese, che presentano le caratteristiche tipiche dei titoli "sottili". In realtà più che il rischio di business, sostanzialmente limitato grazie agli incentivi pubblici, paiono pesare proprio le contenute dimensioni aziendali e l'incertezza tipiche dello sviluppo di nuovi progetti da parte di imprese con modesto o nullo track record.

⁷ Riguardo al modello OLS, si veda, *inter alia*: DAVIDSON J., *Econometric Theory*, Blackwell, 2000; GREENE, W.H., *Econometric Analysis*, Prentice-Hall, 2000; CAMPBELL J., A.W. LO e A.C. MACKINLAY, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, 1996; James Stock; Mark Watson, *Introduzione all'econometria*, Pearson Education, 2005.