

**C12748 - EURIZON CAPITAL REAL ASSET SGR-ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR/TECHBAU GREEN ENERGY**  
Provvedimento n. 31677

L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

NELLA SUA ADUNANZA del 15 settembre 2025;

SENTITA la Relatrice, Professoressa Elisabetta Iossa;

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287;

VISTO il Regolamento (CE) n. 139/2004;

VISTO il D.P.R. 30 aprile 1998, n. 217;

VISTA la comunicazione della società Eurizon Capital Real Asset SGR S.p.A. e Ersel Asset Management SGR S.p.A., pervenuta in data 26 agosto 2025;

VISTA la documentazione agli atti;

CONSIDERATO quanto segue:

## **I. LE PARTI**

**1.** Eurizon Capital Real Asset SGR S.p.A. (di seguito, "ECRA"; Partita IVA 10938340964) è una società di gestione del risparmio attiva in Italia negli investimenti alternativi, nei "private market" focalizzati sull'economia reale, con competenza in *multi-manager*, co-investimenti e investimenti diretti *equity*, e istituisce e gestisce Fondi di Investimento Alternativi (di seguito, "FIA") destinati a privati e investitori istituzionali.

ECRA è controllata esclusivamente da Eurizon Capital SGR S.p.A. (di seguito, "Eurizon Capital") ed è parte del gruppo a cui fa capo Intesa Sanpaolo S.p.A. (di seguito, "Gruppo Intesa Sanpaolo").

**2.** Nell'anno finanziario 2024, Gruppo Intesa Sanpaolo ha realizzato un fatturato consolidato pari a [60-70]\* miliardi di euro a livello mondiale, di cui [50-60] miliardi di euro nell'Unione Europea e [50-60] miliardi di euro in Italia.

**3.** Ersel Asset Management SGR S.p.A. (di seguito, "Ersel"; Partita IVA 04428430013), società di gestione di fondi comuni di investimento del Gruppo Ersel di cui è la capogruppo, gestisce fondi comuni di diritto italiano, due fondi immobiliari e un fondo *hedge*. Il capitale sociale di Ersel è interamente detenuto da Ersel S.p.A., capogruppo del gruppo bancario Ersel, a sua volta partecipata all'86,89% da Ersel Investimenti, *holding* di partecipazioni.

**4.** Ersel controlla indirettamente alcune società, tra cui BE Renewables Holding S.r.l. (di seguito, "BE Renewables"), attiva nell'acquisizione, costruzione e gestione di impianti di produzione di energia da fonte rinnovabile (solare ed eolico) localizzati in Italia.

**5.** Nell'anno finanziario 2024, Ersel ha realizzato un fatturato consolidato pari a [100-582] milioni di euro a livello mondiale, di cui [100-582] milioni di euro nell'Unione europea e [100-582] milioni di euro in Italia.

**6.** Techbau Green Energy S.r.l. (di seguito, "TGE" o "Target"; Partita IVA 10144400966) è una società attiva nella produzione, integrazione e distribuzione di impianti fotovoltaici. In particolare, in Italia la Target è attiva nella gestione operativa di impianti fotovoltaici di medie-grandi dimensioni, nonché nella commercializzazione dell'energia prodotta da tali impianti. Allo stato, la Target gestisce tredici impianti fotovoltaici *rooftop* in locazione per una capacità installata totale di 24MW e dispone di una *pipeline* avanzata di sessantadue impianti fotovoltaici per una capacità totale di circa 399MW. La Target è interamente controllata da Tech-bau S.p.A. ("Techbau"), a sua volta controllata congiuntamente da AMH S.r.l., società interamente detenuta da una persona fisica, e da BentallGreenOak Europe IV TB Lux S.à r.l.

**7.** Il fatturato della Target nel 2024 è stato pari a circa [inferiore a 1 milione di] euro, ed è stato interamente conseguito in Italia.

## **II. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE**

**8.** L'operazione consiste nell'acquisizione del controllo congiunto della Target da parte di ECRA e di Ersel (di seguito, "Operazione"). Più nel dettaglio, l'Operazione sarà attuata mediante: (i) la costituzione, da parte di Ersel ed ECRA di un veicolo societario nella forma di società per azioni (di seguito, "JVCo"), il cui capitale sarà detenuto, indirettamente, per il 60% da ECRA e per il 40% da Ersel; (ii) la sottoscrizione di un accordo di investimento (di seguito, "Accordo di Investimento") a esito del quale la JVCo deterrà una quota pari al 49,90% del capitale sociale della Target che, in virtù dello Statuto che verrà adottato dalla Target a seguito del completamento dell'Operazione, conferirà alle Parti Notificanti il controllo congiunto su TGE.

In particolare, quanto a JVCo, questa [omissis].

**9.** Quanto alla Target, si osserva che JVCo [omissis].

---

\* [Nella presente versione alcuni dati sono omissi, in quanto si sono ritenuti sussistenti elementi di riservatezza o di segretezza delle informazioni.]

**10.** È previsto un patto di non concorrenza, della durata di [omissis] anni, in base al quale Techbau si impegna, nei confronti di ECRA, di Ersel e della Target ad astenersi, [omissis].

**11.** È, altresì, previsto un patto di non sollecitazione, della durata di [omissis], in base al quale i medesimi soggetti si impegnano ad astenersi: [omissis].

### **III. QUALIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE**

**12.** L'Operazione, in quanto comporta l'acquisizione del controllo congiunto di un'impresa, costituisce una concentrazione ai sensi dell'articolo 5, comma 1, lettera a), della legge n. 287/1990. Essa rientra nell'ambito di applicazione della legge n. 287/1990 non ricorrendo le condizioni di cui all'articolo 1 del Regolamento (CE) n. 139/2004, ed è soggetta all'obbligo di comunicazione preventiva disposto dall'articolo 16, comma 1, della medesima legge in quanto il fatturato totale realizzato, nell'ultimo esercizio a livello nazionale, dall'insieme delle imprese interessate è stato superiore a 582 milioni di euro e il fatturato totale realizzato, nell'ultimo esercizio a livello nazionale, da almeno due delle imprese interessate è stato superiore a 35 milioni di euro.

**13.** Il patto di non concorrenza e non sollecitazione sottoscritto dalle parti e descritto in precedenza può essere ritenuto direttamente connesso e necessario alla realizzazione dell'Operazione, in quanto funzionale alla salvaguardia del valore dell'impresa acquisita, a condizione che non impedisca al venditore di acquistare o detenere azioni a soli fini di investimento finanziario, senza che ciò comporti, direttamente o indirettamente, il conferimento di incarichi gestionali o di un'influenza sostanziale nella società concorrente, anche in imprese diverse dalle società quotate in mercati regolamentati o i fondi di investimento e/o per partecipazioni finanziarie superiori al 5% dei titoli emessi da tale emittente<sup>1</sup>.

### **IV. VALUTAZIONE DELLA CONCENTRAZIONE**

#### **a) I mercati del prodotto e geografici interessati**

**14.** In considerazione dell'attività della Target, l'Operazione interessa: (i) il mercato della produzione, integrazione e distribuzione di impianti fotovoltaici e (ii) il mercato della generazione e approvvigionamento all'ingrosso di energia elettrica.

##### *a.1) Il mercato della produzione, integrazione e distribuzione di impianti fotovoltaici*

**15.** L'Autorità ha sinora identificato l'unico mercato della produzione, integrazione e distribuzione dei sistemi fotovoltaici, la cui area geografica rilevante, secondo la prassi decisionale dell'Autorità e della Commissione europea<sup>2</sup>, potrebbe essere mondiale, tenuto conto dell'uniformità degli *standard* tecnici, dell'omogeneità dei prezzi e dell'assenza barriere significative a livello distributivo determinate dall'ubicazione degli impianti di produzione, dai costi di trasporto e da ostacoli normativi. Tuttavia, in considerazione dei diversi regimi di aiuti di Stato adottati, nonché delle diverse disposizioni fiscali che influenzano i rapporti di prezzo tra sistemi alternativi per la fornitura di energia elettrica, la Commissione europea non ha escluso che il mercato in questione possa essere limitato al territorio nazionale<sup>3</sup>.

**16.** L'Autorità ha inoltre recentemente ipotizzato l'esistenza di un mercato più ristretto, definito sulla base della tipologia di impianto fotovoltaico. In particolare, ha individuato il mercato dei servizi di realizzazione e gestione operativa di impianti fotovoltaici c.d. *utility-scale*<sup>4</sup>, progettati per la produzione su larga scala e connessi direttamente alla rete di trasmissione nazionale. Tali impianti si distinguono da quelli c.d. distribuiti - oggetto dell'attività della Target - che, invece, si caratterizzano per l'installazione in prossimità del punto di consumo, generando energia destinata, in primo luogo, all'autoconsumo da parte dell'utente finale presso il quale sono installati, nonché per la connessione alla rete di distribuzione.

**17.** Tuttavia, ai fini dell' Operazione non appare necessario pervenire a una esatta definizione del mercato merceologico e geografico in quanto la valutazione concorrenziale dell'Operazione non muterebbe.

##### *a.2) Il mercato della generazione e approvvigionamento all'ingrosso di energia elettrica*

**18.** Secondo la consolidata prassi decisionale dell'Autorità, il mercato della generazione e approvvigionamento all'ingrosso di energia elettrica comprende sia la produzione sia l'approvvigionamento all'ingrosso di elettricità, a prescindere dalla fonte di produzione. Il mercato comprende, in Italia, sia le transazioni a termine sia le transazioni *spot* (c.d. mercato del giorno prima o "MGP" e mercato infragiornaliero o "MI") concluse attraverso le piattaforme

<sup>1</sup> [Cfr. "Comunicazione della Commissione sulle restrizioni direttamente connesse e necessarie alle concentrazioni", in G.U.C.E. 2005/C-56/03 del 5 marzo 2005, paragrafi 18-26.]

<sup>2</sup> [Cfr., tra gli altri, C12560 - Edison Next-Polytec/Nyox, provvedimento n. 30764 del 29 agosto 2023, in Bollettino n. 35/2023; C12306 - F2I Er 1-Zaffiro Spain Bidco/Sorgenia, provvedimento n. 28298 del 14 luglio 2020, in Bollettino n. 31/2020 e C12259 - Oaktree Power Opportunities Fund V (Cayman) Holdings/Cebat Costruzioni Elettriche Bassa Alta Tension, provvedimento n. 27950 dell'8 ottobre 2019, in Bollettino n. 43/2019. Nonché decisione della Commissione europea M.2367 - Siemens/E.On/Shell/SSG del 27 marzo 2001.]

<sup>3</sup> [Cfr. decisione della Commissione europea M.2367 - Siemens/E.On/Shell/SSG, cit..]

<sup>4</sup> [Cfr. C12697 - Duferco Italia Holding/Comal, provvedimento n. 31434 del 9 gennaio 2025, in Bollettino n. 3/2025.]

gestite dal Gestore del Mercato Energetico S.p.A., nonché i contratti bilaterali (c.d. *over-the-counter*). Quanto alla dimensione geografica di tale mercato, nella prassi dell'Autorità essa è ritenuta sovraregionale, in quanto macro-vincoli di rete, in determinate circostanze, potrebbero portare alla separazione del mercato in diverse zone caratterizzate da diversi prezzi di equilibrio sul mercato del giorno prima. Nella propria prassi, l'Autorità identifica quattro macroaree costituenti altrettanti mercati geografici distinti: macroarea Nord, macroarea Sud, macroarea Sicilia e macroarea Sardegna<sup>5</sup>.

**19.** In considerazione dell'attività svolta dalla Target, dal punto di vista geografico risulta interessata dall'Operazione unicamente la macroarea Nord.

#### **b) Effetti dell'operazione**

**20.** L'Operazione non appare idonea a produrre distorsioni alla concorrenza.

**21.** In particolare, con riferimento al mercato della produzione, integrazione e distribuzione dei sistemi fotovoltaici, e considerata la più ristretta dimensione nazionale, l'Operazione non dà luogo a sovrapposizioni orizzontali, in quanto né le società appartenenti al Gruppo Intesa Sanpaolo, né Ersel e le sue controllate svolgono attualmente attività in concorrenza con la Target. Anche considerando che BE Renewables, controllata di Ersel, prevede l'installazione in futuro di impianti fotovoltaici, per una capacità di 16,2 MW, si osserva che il rapporto di concorrenza potenziale tra quest'ultima e la Target nel mercato menzionato non appare sollevare preoccupazioni di natura concorrenziale, in quanto la predetta sovrapposizione sarà del tutto marginale, atteso che la quota della Target è inferiore [*all'1%*] e la quota di BE Renewables sarà parimenti inferiore [*all'1%*]. Analoghe considerazioni valgono anche qualora si consideri una definizione del mercato più ristretta - comprensiva dei soli impianti "distribuiti" - poiché in tale scenario la quota della Target risulterebbe inferiore [*all'1%*] e poiché in ogni caso BE Renewables prevede lo sviluppo di impianti di tipo *utility-scale* e, dunque, non "distribuiti". Infine, il mercato considerato si caratterizza per l'elevata frammentarietà e per la presenza di numerosi qualificati concorrenti.

**22.** Anche per quanto riguarda il mercato della generazione e approvvigionamento all'ingrosso di energia elettrica afferente alla macroarea Nord, l'Operazione non dà luogo a sovrapposizioni orizzontali, in quanto né le società appartenenti al Gruppo Intesa Sanpaolo, né Ersel e le sue controllate svolgono attualmente attività in concorrenza con la Target. Inoltre, mentre la Target opera nel mercato della generazione e approvvigionamento all'ingrosso di energia elettrica afferente alla macroarea Nord, BE Renewables opera in Puglia, quindi, nella macroarea Sud non determinando alcuna sovrapposizione orizzontale. Infine, sia la Target sia BE Renewables detengono quote di mercato esigue nel mercato considerato (ampiamente inferiori all'1%), il quale risulta peraltro caratterizzato dalla presenza di numerosi concorrenti qualificati, tra cui i principali operatori energetici italiani.

**23.** Alla luce delle considerazioni che precedono, la concentrazione in esame non appare, quindi, idonea a ostacolare in misura significativa la concorrenza effettiva nei mercati interessati o a determinare la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante.

RITENUTO, pertanto, che l'Operazione non ostacola, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, della legge n. 287/1990, in misura significativa la concorrenza effettiva nei mercati interessati e non comporta la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante;

RITENUTO, altresì, che il patto di non concorrenza e il patto di non sollecitazione sono accessori all'Operazione nei soli limiti sopra descritti e che l'Autorità si riserva di valutare, laddove ne sussistano i presupposti, i suddetti patti che si realizzino oltre i limiti ivi indicati;

DELIBERA

di non avviare l'istruttoria di cui all'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/1990.

Le conclusioni di cui sopra saranno comunicate, ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/1990, alle imprese interessate e al Ministro delle Imprese e del Made in Italy.

Il presente provvedimento sarà pubblicato nel Bollettino dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

IL SEGRETARIO GENERALE  
*Guido Stazi*

IL PRESIDENTE  
*Roberto Rustichelli*

---

<sup>5</sup> [Cfr., a titolo esemplificativo: C12700 - Dolomiti Energia Wind Power-Maluni/Ivpc Power 6-Ivpc Power 8-Ivpc Power 10- Ivpc Power X-Vigreen-Ivpc Minipower-Ivpc Eolica-Ivpc Service, provvedimento n. 31456 del 9 gennaio 2025, in Bollettino 8/2025; C12585 - ACinque / AGESP, provvedimento n. 31004 del 15/12/2023, in Bollettino 49/2023; C12508 - ENI Plenitude/PLT Energia-SEF, provvedimento n. 30443 del 21/12/2022; C12461 - ENEL Produzione/ERG Power, provvedimento n. 30306 del 20/9/2022 in Bollettino 36/2022 e C12405 - ENEL Produzione/ERG Hydro, provvedimento n. 29870 del 29/10/2021, in Bollettino 45/2021.]