

[PORTALE RIVISTA](#)

[AREA INDUSTRIALE](#)

UN MODELLO DI PROJECT FINANCING A SOSTEGNO DEGLI INVESTIMENTI NEL SETTORE DELLE ENERGIE

NUOVA FORMA DI FINANZIAMENTO ED ELIMINAZIONE DELL'INTERESSE
BANCARIO: INCENTIVI PER INVESTIRE SULLE ENERGIE

a cura di

Ing. E. Farinelli
Ing. F. Marini
Ing. D. Morea
Ing. M. C. Morea
Ing. C. Pento
Ing. A. Pirone
Ing. M. Salemi

commissione

Project Financing

revisione testi:

Ing. P. Mancino
Ing. G. Boschi



FINANZA ISLAMICA: "green sukuk" a sostegno degli investimenti nel contesto delle energie rinnovabili.

1. INTRODUZIONE

Il settore delle energie rinnovabili, quello del fotovoltaico in particolare, sta subendo l'effetto dell'eliminazione degli incentivi statali [5] che ne avevano determinato il rapidissimo sviluppo (in pochi anni l'Italia è divenuta il secondo produttore europeo di energia elettrica dal sole).

Infatti, negli ultimi mesi, i nuovi investimenti nel solare si sono praticamente azzerati, nonostante il prezzo delle principali componenti d'impianto, i pannelli, sia più che dimezzato [8].

Questa paradossale situazione è verosimilmente il frutto di una mal congegnata metodologia d'incentivazione, peraltro, indispensabile agli esordi, dati i costi elevati degli impianti medesimi [1].

Non a caso, il *business* del fotovoltaico ha attirato investitori altamente speculativi, a causa degli elevati (eccessivi) livelli di profittabilità, a loro volta supportati dal sistema creditizio ampiamente garantito dai generosi flussi di cassa generati dagli impianti solari, consentendo strutture finanziarie di tipo project financing [2][3] con limitati profili di rischio e alta remunerazione (interessi) del debito.

L'esaurirsi degli incentivi [5], accompagnata dal persistere della grave crisi dell'economia internazionale, ha comportato la sparizione dei soggetti finanziatori, sia investitori professionali che banche. Sostanzialmente, si è verificato, anche per la green economy, e specificatamente per il settore del fotovoltaico, l'effetto deleterio della finanziarizzazione dell'economia, cioè del prevalere degli interessi finanziari legati ai predetti elevati ritorni economici, rispetto a quelli industriali/ambientali.

Tali operatori, gestori di fondi e istituti di credito, in questo momento si dedicano pressoché esclusivamente al mercato secondario, ovvero alla compravendita ed al rifinanziamento di impianti già in funzione con il precedente regime degli incentivi.

Per assicurare la continuità a questo importante filone della green economy, in tale mutato scenario, occorre rivedere le tecniche di funding, anche facendo ricorso a modelli culturali/finanziari distanti dal nostro, oggi tipicamente anglosassone.

A tale scopo, oggi è possibile trovare nella finanza islamica, fondata sui principi di trasparenza, responsabilità sociale e contenimento della speculazione, lo strumento più adatto al sostegno degli investimenti nel settore delle energie rinnovabili [4][6][9].

2. FINANZA ISLAMICA E "GREEN SUKUK"

La finanza islamica è caratterizzata da una serie di strumenti finanziari che hanno la prerogativa di rispettare i principi della legge-giurisprudenza islamica (*Shari'a compliance*) [4]. Tali principi sono il divieto di pagamento di interessi legati al fattore temporale, frutto di una semplice rendita finanziaria non correlata ad un'attività reale con un determinato livello di rischio (*Riba*), il divieto di stipulare contratti che prevedano irragionevole incertezza o ambiguità (*Gharar*), il divieto di speculazione (*Maysir*), il divieto di investire in attività proibite dalla *Shari'a* quali la distribuzione/produzione di alcol, armi, carne suina, gioco d'azzardo, pornografia, tabacco (*Haram*) e l'obbligo, da parte di ogni musulmano adulto, di versare una tassa/elemosina sulla ricchezza detenuta che va, in forma di solidale aiuto, alle categorie più svantaggiate della società islamica (*Zakat*) [4][6][9].

Pertanto, ciò che caratterizza la finanza islamica è sostanzialmente una condanna della ricchezza prodotta senza investire e soprattutto senza partecipare [4]. La stessa banca islamica si configura come un gestore/distributore di fondi, attività e progetti. A differenza di una banca convenzionale, la banca islamica non concede prestiti, bensì investe in operazioni che hanno come attività sottostante un bene reale nella forma di contratti di scambio (*Murabaha*) o anche di partecipazione (*Mudaraba* e *Muskaraka*) [4][6][9].

L'utilizzo degli strumenti della finanza islamica nel campo delle rinnovabili ha già trovato applicazione nei territori dove tale disciplina è stata sviluppata, come nel caso del progetto "One Solar Watt Per Person" [12], sviluppato da una partnership di aziende australiane in Indonesia per dotare lo Stato di 250 MW di potenza derivata completamente da energia solare, ma è stato sperimentato anche in Europa (Francia), dove si è ricorso alla finanza islamica per l'installazione di tetti fotovoltaici [7][10]. Entrambi i progetti sono stati finanziati attraverso l'emissione di "green sukuk".

I sukuk (plurale di *sakk*, che letteralmente significa *strumento*) sono titoli che rappresentano la proprietà di un bene reale (asset), un progetto, un investimento. I rendimenti derivano dai flussi finanziari generati dalla gestione operativa delle attività sottostanti, piuttosto che dai tassi di interesse [6].

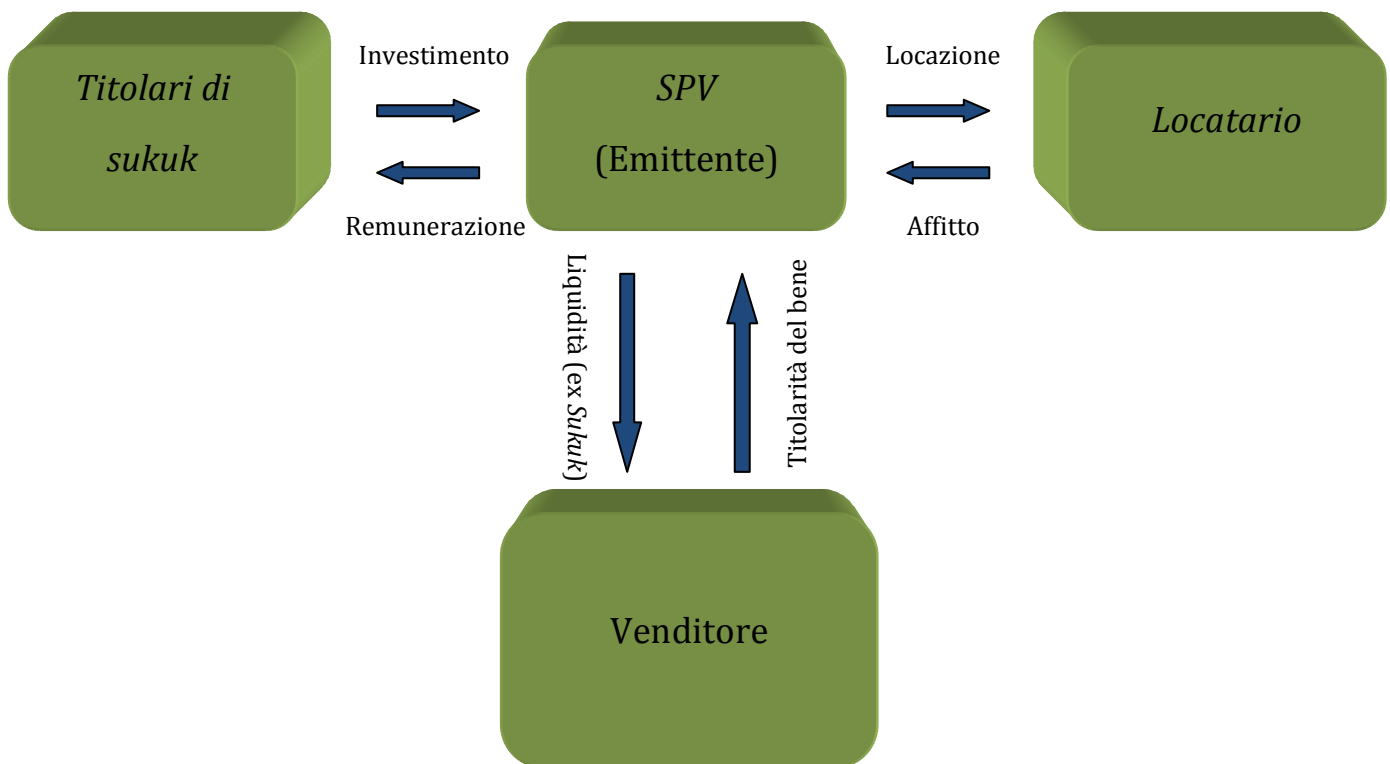
Spesso vengono assimilati ai bonds (obbligazioni) islamici, ma ciò costituisce una forzatura. Infatti, mentre per obbligazione si intende un titolo di debito il cui sottoscrittore ha diritto al rimborso da parte dell'emittente del capitale prestato, cui vanno aggiunti gli interessi, i sukuk costituiscono un mezzo (strumento) per raggiungere un fine tangibile, determinato e strettamente connesso all'economia reale. Mentre lo scopo dei bonds è il reperimento di liquidità e non è oggetto della sottoscrizione, la modalità di utilizzo - da parte

dell'emittente - della liquidità ottenuta dai sottoscrittori ed il prezzo, nonché il rendimento degli stessi, è determinato da elementi quali la rischiosità, la scadenza, il tasso d'interesse pagato dall'emittente (o cedola) ed il tasso d'interesse di mercato; relativamente ai *sukuk*, stante il divieto coranico di *Riba* (sovrappiù, interesse sul denaro prestato, usura) e di *Gharar* (incertezza irragionevole), risulta corretta una comparazione degli stessi con azioni *asset-backed*, prestiti di denaro senza interesse, la cui emissione è finalizzata alla realizzazione di attività reali ed i cui sottoscrittori sono proprietari di quote-parte. Quindi sono certificati fiduciari rappresentanti quote-parte di uno o più assets, questi ultimi costituiti da determinati beni reali [6].

Nel suddetto caso francese, denominato "Orasis", il rendimento per i sottoscrittori di "green *sukuk*" è stato previsto al 7% annuo, con il beneficio di una tassazione nulla per i primi 10 anni, successivamente ridotta del 71%. Inoltre, è stato previsto un piano di riacquisto delle quote *sukuk* dopo i primi 10 anni (periodo oggetto di vincolo di mantenimento, anche per motivi fiscali), con l'esistenza di un mercato dei *sukuk* medesimi, per eventuali esigenze di liquidità, senza garanzie sul prezzo di realizzo [7][10].

3. IL MODELLO DI PROJECT FINANCING

Un modello adottabile, anche nel contesto degli impianti fotovoltaici, è quello definito *Ijarah*, che è un contratto paragonabile a quello del leasing operativo (si veda, in proposito, la schematizzazione seguente).



Schematizzazione del modello di project financing

Il bene (ad es., l'impianto fotovoltaico) viene acquistato da una SPV (Società veicolo per l'investimento), la quale viene capitalizzata, per tale scopo, attraverso l'emissione di *sukuk*.

La SPV concede in locazione (*lease/Ijarah*) l'impianto ad una Società operativa cliente che lo gestisce, vendendo l'energia prodotta alla compagnia elettrica, piuttosto che agli utilizzatori finali.

Il locatario corrisponderà, per tutta la durata del contratto, alla SPV dei canoni di affitto (C_i), il cui ammontare complessivo sarà superiore alla somma pagata dalla SPV medesima per l'acquisto del bene (C_b) di una quantità comprendente sia una quota fissa (Π_c) a titolo di commissione (e non un interesse come calcolato dalle banche), sia un margine di remunerazione del rischio di impresa assunto dal locatore (Π_r).

$$\sum_i C_i = C_b + \Pi_c + \Pi_r$$

In tale modo sarà possibile, da parte della SPV, la giusta remunerazione periodica (su base semestrale/annuale) dei titolari di sukuk per l'investimento effettuato nel bene reale in questione. Può essere prevista, altresì, un'operazione finale di riscatto del bene medesimo in favore del locatario.

4. CONCLUSIONI

Per quanto sopra esposto, risulta evidente come il ricorso alla finanza islamica costituisca una possibilità di accesso al credito - da parte delle imprese - per l'esecuzione di progetti d'investimento, compreso quelli da intraprendere nell'ambito delle energie rinnovabili (tra i quali la realizzazione di impianti fotovoltaici), e comporti una significativa riduzione dei costi afferenti al progetto medesimo, in considerazione dell'eliminazione dell'interesse (così come concepito e calcolato dagli istituti di credito, ovvero in regime anatocistico [2]) sul capitale preso a prestito, nonché della sostituzione dello stesso con un'equa remunerazione versus nuovi soggetti (i titolari di sukuk), investitori in un bene reale, con radicale rimodulazione dei rapporti contrattuali tra i soggetti coinvolti nel processo in questione (titolari di sukuk, SPV, locatario, venditore) [4][6][9]. In considerazione di ciò, nell'ambito del modello di project financing proposto ed adottabile, sarebbe garantita la redditività e la bancabilità dell'investimento [2]. Nel caso specifico degli impianti fotovoltaici, l'handicap derivante dall'eliminazione degli incentivi [5], che ha condotto ad una drastica riduzione dei costi di realizzazione degli impianti medesimi, verrebbe più che sanato dalla riduzione dei costi afferenti all'iniziativa, determinata dalla sostituzione dell'interesse bancario con una giusta commissione. Quindi la possibilità di accesso al credito, molto importante in un momento di crisi economica internazionale, unitamente all'eliminazione di azioni speculative da parte degli istituti di credito, costituiscono un importante incentivo agli investimenti nel settore delle energie rinnovabili.

Affinché il modello proposto sia giuridicamente fattibile in Italia, è necessario un preliminare esame della legislazione in essere, allo scopo di proporre le necessarie modifiche della stessa volte a rendere la nuova legislazione compatibile con la finanza islamica e, successivamente, risulta necessario che la medesima sia supportata dal sistema politico.

Da un punto di vista operativo, l'applicazione di adeguati strumenti fiscali ai sukuk renderebbe l'investimento ancora più attraente per gli investitori sotto un aspetto economico [11]. Se, per esempio, gli stessi sukuk fossero rappresentati da azioni, l'adozione della deduzione ACE (Aiuto alla Crescita Economica) nonché dell'esenzione fiscale delle plusvalenze PEX (Participation Exemption) avrebbero, rispettivamente, possibili effetti sul risultato economico della SPV e sui proventi da Capital Gain dalle quote (azioni) di sukuk al momento della cessione/rimborso.

Inoltre, l'investimento in molteplici impianti, da parte della SPV, comporterebbe una diversificazione dei clienti e, conseguentemente, del rischio.

Per casi specifici in cui il reddito di esercizio della SPV non risulti sufficientemente incentivante per consentire un'adeguata remunerazione periodica dei sottoscrittori di sukuk, potrebbe essere possibile l'interessamento di investitori istituzionali ai sukuk medesimi, più adatti alle operazioni finanziarie di lungo termine.

5. BIBLIOGRAFIA

- [1] Caffarelli A. (2012), SISTEMI SOLARI FOTOVOLTAICI, Maggioli editore
- [2] Campisi D., Costa R. (2008), ECONOMIA APPLICATA ALL'INGEGNERIA - *Analisi degli investimenti e Project Financing*, Carocci
- [3] Cancrini A. (2009), *Il nuovo Project Financing*, rivista on-line www.treccani.it
- [4] Censi S. (2012), [Finanza islamica e crisi economica internazionale](#), Credit Village Magazine, n. 3, pp. 23-26
- [5] GSE, sito internet www.gse.it
- [6] Hamoui R., Mauri M. (2009), ECONOMIA E FINANZA ISLAMICA, Il Mulino
- [7] Hassoun A. (2012), Orasis: First French sustainable sukuk issued, *At the frontiers of finance: the example of sukuk (islamic bonds) - annual workshop on "Frontiers of Finance": Islamic Finance, Sustainable Finance, Ethical Finance, Social Finance, Microfinance*, Paris 1 Panthéon-Sorbonne University
- [8] Intellienergia S.r.l. (2012), [Elementi di Grid-Parity: osservabilità e raggiungibilità della parità fotovoltaica](#), sito internet www.qualenergia.it
- [9] Jouaber-Snoussi K. (2012), LA FINANCE ISLAMIQUE, La Découverte
- [10] Merbouh K. (2012), *The first 'green Sukuk' - an historical step in Islamic finance in France*, Islamic Finance news, Vol. 9, Issue 34, p. 13
- [11] Morea D. (2005), *Le imposte societarie e le scelte di finanziamento delle imprese*, Economia Società e Istituzioni, n. 3, pp. 433-476, Luiss University Press
- [12] SGI-Mitabu (2012), [First Utility Scale Solar Power Project In Indonesia Under The "One Solar Watt Per Person" Program Gets Funding Go Ahead](#), media release