

Il Project Finance delle Energie Rinnovabili: quando acquisizione, finanza e gestione del rischio diventano un unico ecosistema

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni il project finance applicato al settore delle energie rinnovabili¹ ha subito una profonda trasformazione. Non si tratta più soltanto di una tecnica utilizzata dalle banche per finanziare la realizzazione di impianti eolici o fotovoltaici, ma di un vero e proprio modello integrato che combina acquisizioni societarie, strutturazione finanziaria, gestione dei rischi, fiscalità e garanzie.

IL CONTRATTO DI ACQUISIZIONE

Nelle operazioni più sofisticate oggi presenti sul mercato, infatti, l'investitore raramente acquista direttamente gli impianti². Piuttosto, acquisisce le partecipazioni delle società che li detengono mediante una struttura articolata che ruota attorno a tre elementi fondamentali: (i) uno Share Purchase Agreement ("**SPA**") sottoscritto da una società veicolo *ad hoc* ("**Bidco**"), (ii) un finanziamento bancario di acquisition project finance e, frequentemente, (iii) un ulteriore finanziamento destinato a sostenere la componente equity dello sponsor. Ne deriva un sistema nel quale il capitale proprio dell'investitore interviene soltanto in misura residuale, massimizzando l'utilizzo della leva finanziaria e consentendo una più efficiente allocazione del rischio.

Al centro dell'intera operazione si colloca lo SPA. Nelle acquisizioni di piattaforme di energia rinnovabile il prezzo non coincide normalmente con il solo valore delle partecipazioni, ma comprende anche il rimborso di debiti infragruppo e altre poste da regolare al closing. La determinazione del corrispettivo avviene frequentemente mediante il meccanismo del *Locked Box*, che consente di cristallizzare il valore della società a una data anteriore al perfezionamento dell'acquisizione. Da quel momento, il compratore beneficia economicamente dei risultati prodotti dalla società, ma pretende una rigorosa tutela contro eventuali trasferimenti di valore a favore del venditore. Da qui l'importanza delle clausole sui *leakage*, ossia le fuoriuscite di risorse verificatesi nel periodo intermedio tra la firma e il closing, salvo quelle espressamente consentite (*permitted leakage*) e già considerate nella valutazione economica dell'offerta.

Una delle innovazioni più interessanti emerse negli ultimi anni riguarda il ruolo della componente variabile del prezzo di acquisto delle partecipazioni societarie. Tradizionalmente utilizzato nelle operazioni di M&A per legare una parte del prezzo alla futura performance economica dell'impresa acquisita, tale componente variabile (chiamata in gergo *earn-out*) viene oggi sempre più spesso impiegata per gestire rischi fiscali e regolatori ancora aperti al momento dell'acquisizione. In questo modo l'acquirente evita di pagare immediatamente per benefici futuri incerti, mentre il

¹ L'energia rinnovabile deriva da fonti naturali che si rigenerano naturalmente e non si esauriscono, come il sole, il vento, l'acqua e il calore terrestre. Fondamentale per la transizione ecologica, l'energia pulita abbatte le emissioni di CO₂ rispetto ai combustibili fossili.

² L'acquisizione mediante *share deal*, rispetto all'acquisto diretto degli asset, consente generalmente di preservare autorizzazioni amministrative, convenzioni con il GSE, crediti d'imposta e altre posizioni giuridiche e fiscali della società target. Inoltre, la combinazione di holding, BidCo, finanziamenti soci e successiva fusione permette di ottimizzare la struttura del debito e la deducibilità degli interessi.

venditore mantiene il diritto a partecipare a eventuali vantaggi (aleatori) derivanti dalla definizione favorevole di contenziosi o questioni regolatorie pendenti.

Anche il sistema delle garanzie contrattuali ha conosciuto una significativa evoluzione. Nelle operazioni competitive è ormai diffuso il ricorso alla *Warranty & Indemnity Insurance* (W&I Insurance), una copertura assicurativa che interviene a tutela dell'acquirente per le violazioni delle dichiarazioni e garanzie rese dal venditore. Tale soluzione consente di ridurre drasticamente l'esposizione post-closing del venditore e, al contempo, offre al compratore una tutela spesso più ampia e affidabile rispetto alle tradizionali richieste di indennizzo. Ne deriva una maggiore certezza dell'operazione e una sensibile agevolazione dei processi di asta competitiva.

Una volta completata l'acquisizione, la struttura viene generalmente razionalizzata attraverso una fusione tra la BidCo – la società veicolo costituita per effettuare l'investimento – e la società acquisita. Nella prassi italiana prevale la cosiddetta fusione inversa disciplinata dall'articolo 2501-bis del codice civile, relativo alle fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento. Questo passaggio assume una rilevanza essenziale poiché consente di allineare il soggetto debitore con gli asset che generano i flussi di cassa destinati al rimborso del finanziamento, superando al contempo le limitazioni derivanti dalle norme sulla *financial assistance*. In sostanza, dopo la fusione il debito contratto per l'acquisizione diventa debito della stessa società proprietaria degli impianti e può quindi essere supportato dai relativi flussi e dalle relative garanzie.

IL FINANZIAMENTO

Sul piano finanziario, il principio che distingue il *project finance* da altre forme di credito è che il debito non viene commisurato al valore degli asset, bensì alla capacità del progetto di generare cassa. Le banche analizzano pertanto la capacità produttiva degli impianti, le previsioni di ricavo e una serie di indicatori finanziari utilizzati per determinare l'ammontare massimo del finanziamento sostenibile. Pertanto l'intera struttura del debito viene costruita attorno alla capacità prospettica del progetto di rimborsare il capitale finanziato.

Per garantire la stabilità dell'operazione nel lungo periodo, la documentazione finanziaria prevede normalmente specifici meccanismi di protezione. Tra questi assumono particolare rilievo le *Maintenance Reserve Accounts* (detto anche MRA), riserve di liquidità vincolate destinate a finanziare interventi di manutenzione straordinaria, sostituzione di componenti e attività di ammodernamento. Allo stesso modo, la gestione dei flussi viene disciplinata mediante una rigorosa cascata dei pagamenti (*cash waterfall*), che stabilisce l'ordine di priorità dei pagamenti e assicura che gli obblighi operativi e finanziari siano integralmente soddisfatti prima che possano essere effettuate distribuzioni agli sponsor. Tale sistema è ulteriormente rafforzato attraverso meccanismi di *distribution lock-up*, che impediscono qualsiasi distribuzione in presenza di situazioni di default o di deterioramento degli indicatori finanziari.

Negli ultimi anni è emersa inoltre una nuova categoria di rischio, il cosiddetto *Regulatory Tax Risk*. Le misure introdotte durante la crisi energetica, come la tassazione degli extraprofitti, hanno dimostrato che interventi normativi e fiscali possono incidere direttamente sui ricavi degli impianti e, conseguentemente, sulla bancabilità dei progetti e sul valore degli investimenti.

LE GARANZIE

Elemento imprescindibile del *project finance* è poi il sistema delle garanzie. I finanziatori richiedono normalmente un articolato *security package* volto ad assicurare il controllo dell'investimento e dei relativi flussi di cassa. (i) A livello di BidCo vengono costituiti pegni sulle partecipazioni, sui conti

correnti e sui principali crediti. (ii) A livello delle società operative acquisite trovano invece spazio ipoteche oltre al privilegio speciale previsto dall'articolo 46 del Testo Unico Bancario, pegni sui conti correnti, cessioni in garanzia dei crediti derivanti dai contratti di progetto e, ove consentito, dei rapporti con il GSE. Completano il sistema le clausole assicurative che attribuiscono ai finanziatori un diritto preferenziale sugli eventuali indennizzi.

Naturalmente, la costituzione di garanzie da parte delle società coinvolte deve confrontarsi con il principio del *corporate benefit*, secondo cui ogni soggetto garante deve ricevere un vantaggio economico adeguato rispetto al rischio assunto. Per questa ragione il mercato utilizza frequentemente clausole di limitazione della responsabilità finalizzate a garantire la proporzionalità tra il beneficio ricevuto e gli obblighi assunti.

LA FISCALITA'

In questo contesto assume particolare rilevanza anche il regime dell'imposta sostitutiva previsto dal D.P.R. 601/1973. I finanziamenti di durata superiore a diciotto mesi possono beneficiare di un'imposizione agevolata che sostituisce molte delle imposte indirette normalmente applicabili alle garanzie. Considerata l'elevata numerosità di pegni, ipoteche e cessioni in garanzia tipica delle operazioni di *project finance*, il vantaggio economico derivante dall'applicazione dell'imposta sostitutiva può essere particolarmente significativo.

CONCLUSIONI

In definitiva, il moderno *project finance* nel settore delle energie rinnovabili non può più essere letto esclusivamente come un contratto di finanziamento. Esso rappresenta un ecosistema complesso nel quale acquisizione societaria, struttura finanziaria, sistema delle garanzie, fiscalità e gestione del rischio sono profondamente interconnessi. Il successo dell'operazione dipende dalla capacità di coordinare tutti questi elementi in un'unica architettura coerente, capace di proteggere il credito, garantire la sostenibilità finanziaria del progetto e, al tempo stesso, creare valore per gli investitori.

Alberto Cantù

[Alberto Cantù MBA | LinkedIn](#)