

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. MCORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

4 / 2013 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

www.rtde.luiss.it

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione -
R. Maserà - R. McCormick - F. Merusi - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

G. Alpa, M. Andenas, A. Antonucci, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, V. Lemma, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, R. Maserà, R. McCormick, F. Merusi, F. Moliterni, G. Montedoro, G. Niccolini, P. Passalacqua, C. Paulus, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Tucci, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del Comitato per la valutazione secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

IL CONTRIBUTO DEL PRESENTE SUPPLEMENTO E' STATO VALUTATO DA:

R. Restuccia – D. Siclari

Valerio Lemma

NUOVE PROSPETTIVE DEL PROJECT FINANCING

DOPO IL «DECRETO DEL FARE» DEL 2013

ABSTRACT: *The latest difficulties in the placement of Italian sovereign debt lead the Government to show interest in the project financing capacity to raise money to sustain public policies, by issuing financial instruments referred to a single operation.*

Therefore, this paper analyzes the new legal framework adopted by decree no. 69/2013 in order to emphasize the higher level of banks' involvement and the role of the Special purpose vehicle in this type of operations.

Hence, the analysis of the new rules on the planning stage and the preliminary step shows a try to set current problems in financing the project by accessing to capital markets.

In this context, project bonds offer new possibilities in the first stage of the operations and in the involvement of foreign investors. Also the SPV is an useful tool, but its regulation does not yet set high standards of corporate governance based on business units aimed to develop internal control, risk management and compliance activities.

SOMMARIO:

1. Premessa.....	3
2. Il nuovo ruolo dello «Special purpose vehicle» nel reperimento dei capitali.....	7
3. (segue): la centralità della società di progetto.....	17
4. Le nuove regole in materia di 'finanziamento del progetto'.....	233
5. Project bonds e altre forme di finanziamento del progetto.....	28
6. La bancabilità del progetto e le altre novità del «Decreto del fare».....	34
7. Conclusioni.....	38

1. Premessa.

I limiti all'indebitamento nazionale posti dai Trattati europei e le recenti difficoltà nel collocamento dei nostri titoli di Stato inducono a guardare con rinnovato interesse alla capacità del *project financing* di reperire risorse private da destinare al diretto sostegno dell'economia pubblica (attraverso l'emissione di strumenti riferibili ad una specifica operazione).¹

In tale contesto, denotano primario interesse le misure anticrisi che hanno portato all'affermazione di tecniche in grado di consentire, senza oneri per la finanza pubblica, il recupero dei livelli di produzione antecedenti alla crisi.² L'esperienza italiana, in particolare, evidenzia come il nostro Governo

¹ Non appare casuale che, dall'inizio della crisi finanziaria, numerose indagini - dopo aver identificato specifici presidi per il contenimento delle derive dei mercati - hanno tentato di indicare possibili percorsi per avviare iniziative economiche in grado di incrementare il benessere sociale ed immettere in circolazione strumenti finanziari maggiormente affidabili; cfr. *Il partenariato pubblico privato e l'edilizia sostenibile in Italia nel 2013*, rapporto a cura di Unioncamere, presentato al Convegno «Tra crisi e ripresa - La strada dell'edilizia sostenibile e del Partenariato Pubblico Privato, atti del convegno», Roma, 5 febbraio 2014.

Si segnala, in proposito, l'iniziativa del Governo Letta volta a reperire investimenti diretti da parte di Paesi in *surplus* attraverso impieghi diretti nel nostro Paese e, in particolare, il fatto che «il Kuwait ha deciso di investire in un colpo solo 500 milioni nel nostro Paese»; cfr. *Letta negli Emirati Arabi Uniti, in Qatar e in Kuwait*, comunicato del 3 febbraio 2014.

² Trattasi, come si vedrà, di interventi integratori delle misure destinate a contenere, da un lato, le turbolenze dei mercati finanziari e, dall'altro, le difficoltà di accesso al mercato di taluni Stati membri (come nel caso degli aiuti alla Grecia ed ad altri Paesi dell'eurozona) e di alcuni intermediari (nazionalizzati ovvero destinatari di finanziamenti pubblici); cfr. per tutti il testo della *Lectio Magistralis* di Mario Draghi, Presidente della Banca Centrale Europea, in occasione del conferimento della Laurea Honoris Causa in Scienze Politiche da parte dell'Università LUISS G. Carli di Roma, 6 maggio 2013, reperibile sul sito www.luiss.it

Tuttavia, in assenza di una completa integrazione degli Stati europei si è assistito ad un intervento comune solo in ambito finanziario (attraverso il Sevif, prima, e la prospettiva

abbia evitato il ricorso a forme di sostegno esterno (e, dunque, l'onere delle relative condizionalità) perseguendo politiche - economiche e regolamentari - fondate su interventi di tipo strutturale, addivenendo alla promozione di nuove forme operative nelle quali il paradigma finanziario è improntato al rispetto del principio della sostenibilità.³

Vengono, quindi, in considerazione gli interventi infrastrutturali realizzati mediante l'applicazione di forme procedimentali aventi di mira obiettivi

dell'UBE, poi), lasciando agli Stati nazionali il compito di assumere ogni intervento destinato a perseguire la ripresa dell'economia reale.

³ Cfr. CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010, *passim* - e, in particolare pp. 77 - 81 - ove si prendono in considerazione le indicazioni dei cd. global regulatory network (ed in particolare quelle riferite alla green economy) al fine di verificare la possibilità di intravedere il conseguimento di «nuovi equilibri tra economia produttiva ed ambiente». In analoga prospettiva, la presente indagine si propone di esaminare la finanza di progetto, verificandone la possibilità di includerla tra gli strumenti per uno sviluppo sostenibile all'uopo soffermandosi su talune problematiche che ne condizionano l'utilizzo.

Ci si riferisce, in particolare, ai principi a base del modello sviluppato da Karl-Henrik Robert; cfr. ROBERT – ANDERSON, *The Natural Step Story: Seeding a Quiet Revolution*, Gabriola Island, 2008, *passim*; RIFKIN, *The Third Industrial Revolution: How Lateral Power Is Transforming Energy, the Economy, and the World*, New York 2011 pp. 193 ss.; ID., *The Zero Marginal Cost Society: The Internet of Things, the Collaborative Commons, and the Eclipse of Capitalism*, in press for Palgrave Macmillan.

Viene, inoltre, in considerazione l'impostazione di AMATO, *Un altro mondo è possibile?*, Milano, 2006, p. 19 ss.; BONINI, *Equità, solidarietà, sostenibilità: la ripresa europea e la crisi economico-finanziaria*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2009, p. 801 ss.; TROISI, *Partenariato pubblico-privato ed investimenti infrastrutturali: opportunità per uno sviluppo sostenibile*, in *Economia e diritto del terziario*, 2011, pp. 553 ss.

In definitiva, nell'accezione più utile ai fini del presente lavoro, la sostenibilità si presenta come un concetto dinamico, nel quale le relazioni tra l'operazione e l'ambiente (socio-economico) di riferimento devono rispettare la condizione di uno sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente, senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri (e, quindi, evitare l'attivazione di finanziamenti che non possono esser ripagati dallo sfruttamento economico dell'opera).

sostenibili di crescita e, dunque, il consolidamento della finanza relativa al comparto dei lavori pubblici; forme che sono state oggetto molteplici interventi normativi (successivi alla riforma della finanza di progetto, d. lgs. 152 del 2008, ed ai relativi correttivi disposti del «Decreto Sviluppo», d.l. 13 maggio 2011, n. 70, convertito con modificazioni dalla l. 12 luglio 2011, n. 106⁴).

Occorre, pertanto, valutare l'incidenza della normativa speciale rispetto all'obiettivo di fronteggiare il contesto emergenziale che sembrava dovesse precludere ogni via di ripresa all'economia del nostro Paese. Va da sé che tale valutazione dovrà aver riguardo, per un verso, all'efficienza degli interventi regolamentari (rispetto alla dinamiche di progettazione e finanziamento), per altro alla loro riconducibilità all'interno del quadro delle strategie europee di crescita.⁵

Peculiare attenzione deve essere rivolta alle soluzioni tecniche introdotte dal «Decreto del fare» (d. l. 21 giugno 2013, n. 69, convertito con modificazioni dalla l. 9 agosto 2013, n. 98), preordinate alla semplificazione del

⁴ Per una analisi dei provvedimenti citati nel testo, cfr. LEMMA, *La riforma della finanza di progetto*, Torino, 2011, *passim*; si veda, altresì, BALDI, *Le novità del D.L. 70/2011. Il nuovo modello di project financing introdotto dal D.L. 70/2011*, in *Urbanistica e appalti*, 2011, pp. 1040 ss.; GENTILE, *Project financing: si torna all'antico*, in *Appalti e Contratti*, 2011, pp. 40 ss.

⁵ Vengono, dunque, in considerazione i nuovi obiettivi comunitari; cfr. Strategia Europa 2020 della Commissione europea; nonché DECARO, *Dalla strategia di Lisbona a Europa 2020*, Roma, 2011, online in www.fondazioneadrianolivetti.it.

Ad essi, infatti, si ispira il contenuto normativo del «Decreto Salva Italia» (d.l. 6 dicembre 2011 n. 201, convertito con modificazioni in legge 22 dicembre 2011 n. 214), del «Decreto Liberalizzazioni» (D.L. 24 gennaio 2012 n. 1 convertito in legge 24 marzo 2012 n. 27) e del «Decreto Sviluppo II» (D.L. n. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla l. 7 agosto 2012, n. 134). Da qui, la preferenza accordata ad uno specifico programma di stabilizzazione dell'economia e di crescita sostenibile; cfr. *Documento di economia e finanza – programma di stabilità per l'anno 2012*, presentato dal Presidente del Consiglio dei Ministri e dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, Mario Monti, p. III

quadro amministrativo e normativo della finanza di progetto. Ad esse, infatti, corrisponde il tentativo di assicurare «adeguati livelli di bancabilità» del progetto e, dunque, di realizzare un migliore coinvolgimento del sistema creditizio nell'operazione.⁶ Assume, dunque, specifica centralità la «società di progetto», elemento strutturale destinato ad aggregare (in un'unica entità) i variegati e molteplici interessi sottesi alla realizzazione dell'opera ed alla gestione della stessa.

A ben considerare, si versa in presenza di una serie di interventi normativi che appaiono riconducibili ad un 'programma di stabilità' volto a *mettere in sicurezza* l'economia nazionale (pubblica e privata); va da sé che i medesimi appaiono riconducibili ad unitarietà se riferiti alla volontà di cogliere i primi segni di ripresa dell'economia globale.⁷ Ciò, ferma l'attitudine dei nuovi meccanismi ad assicurare un cammino di sviluppo durevole e sostenibile, all'interno del quale il miglioramento delle modalità di gestione dei lavori di pubblica utilità rappresenta una delle tappe necessarie per la modernizzazione del nostro Paese.⁸

⁶ Cfr. art. 153, comma 21 *bis*, d. lgs. 163 del 2006

⁷ Cfr. *Relazione al Parlamento 2013*, presentata dal Presidente del Consiglio dei Ministri, Enrico Letta, e dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, Fabrizio Saccomanni, pp. 3 ss.

Sia consentito richiamare un evento di cronaca recente, nel quale un'iniziativa italiana, la costruzione dell'autostrada «Bre-Be-Mi», è stata riconosciuta come «Miglior Project Financing»; cfr. *Brebemi: premiata a Londra per miglior project financing*, in *Corriere.it* del 5 febbraio 2014.

⁸ Si versa, dunque, in presenza di un quadro normativo che, dopo le recenti modifiche, appare pienamente idoneo a sfruttare i meccanismi del *project financing* per una ripresa economica che, all'impulso delle politiche pubbliche, faccia corrispondere l'investimento di risorse private secondo uno specifico piano finanziario, ovviamente coinvolgendo un soggetto a ciò preposto (lo *Special purpose vehicle*), chiamato ad operare direttamente sul mercato (mediante l'emissione di *project bond*) ovvero attraverso l'intermediazione professionale di un ente creditizio (nei nuovi termini indicati, in via generale, dall'innovato

2. Il nuovo ruolo dello «Special purpose vehicle» nel reperimento dei capitali.

Negli schemi del *project financing*, lo *special purpose vehicle* si presenta come fulcro degli interessi coinvolti nella realizzazione dell'opera e, dunque, assolve alla funzione di *centro d'imputazione* dei rapporti giuridici di riferimento. Sicché, nelle operazioni strutturate sulla base del modello *build-operate-transfer*, la costituzione di tale ente - oltre a consentire di individuare un interlocutore unico per i soggetti che a vario titolo intervengono in una operazione della specie - contribuisce alla stabilità delle emissioni effettuate nel mercato finanziario (immettendo in circolazione titoli ancorati ad un'opera reale) ed allo sviluppo di nuove operazioni in quello immobiliare (assicurando la sostenibilità del progetto e, dunque, il completamento dell'infrastruttura).

Nel render trasparenti le dinamiche di bilanciamento degli interessi in campo, l'intervento di uno *Spv* può semplificare la pianificazione delle modalità in cui lo sfruttamento dell'opera risponde al soddisfacimento di scopi di utilità sociale, donde la misurazione dei risultati conseguibili da un'operazione del genere in esame.⁹

art. 144, d. lgs. 163 del 2006); cfr. *Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza*, approvata dal Consiglio dei Ministri il 20 settembre 2013, pp. 75 ss.

⁹ Del resto, è stato sostenuto che tra le nuove aree di ricerca in campo giuridico, le «modalità organizzative degli intermediari finanziari ... soprattutto in vista di una ottimale correlazione tra dimensione patrimoniale dell'impresa finanziaria e capacità operativa dell'ente finanziario, evitando dunque che siano effettuati interventi sul mercato non adeguatamente supportati dalla propria consistenza economica»; cfr. CAPRIGLIONE, *L'innovazione delle regole bancarie e finanziarie nel ricordo di trent'anni di insegnamento*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2010, pp. 393 ss.

Analogamente può dirsi per le fattispecie che prendono a riferimento il modello *Originated to distribute*. In tal senso orientano i profili tecnici del modello in parola, i quali - in una prospettiva finanziaria - valorizzano la strumentalità della realizzazione dell'opera rispetto alla costruzione di un *asset* destinato garantire le future emissioni di titoli (dell'operazione di *project financing*) destinati a circolare nel mercato dei capitali mediante operazioni di cartolarizzazione.¹⁰

Non v'è dubbio, infatti, che le strutture complesse possono unire, ai meccanismi di base del *project financing*, anche trasferimenti delle attività sottostanti al progetto (*i.e.* terreni, macchinari, crediti...) ad un soggetto distinto dall'aggiudicatario ed istituito *ad hoc* per la finanziarizzazione di queste ultime (e, dunque, preposto al trasferimento del rischio di credito insito nel progetto agli investitori negli strumenti finanziari - sintetici o derivati - emessi dallo *Special purpose vehicle*).

In tale contesto, tuttavia, non rileva solo l'accesso diretto al mercato dei capitali (o ad un suo comparto riservato ad investitori istituzionali), quanto piuttosto il coinvolgimento di soggetti estranei alla compagine che aveva partecipato alla gara pubblica (soddisfacendone i requisiti), mediante il trasferimento economico delle attività cartolarizzate (o meglio, di titoli rappresentativi di queste ultime) ovvero attraverso l'uso di contratti derivati (o altri

¹⁰ Cfr. BEI, *Società per la cartolarizzazione dei crediti: riflessioni su alcuni aspetti problematici*, in *Le Società*, 2003, pp. 1217 ss. ove ci si sofferma su talune particolarità dell'attività riferibile ad uno SPV, quali la creazione del patrimonio separato, il problema della natura imprenditoriale, l'assoggettabilità a procedure concorsuali e l'applicabilità della normativa bancaria. Sul punto, cfr. TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione*, Padova, 2003, ove si affrontano anche i profili strutturali delle operazioni ed i relativi controlli.

strumenti finanziari sintetici¹¹).

Va da sé che la dinamica in parola rende necessario valutare l'incidenza sulla fattispecie della disciplina in materia di «società veicolo» contenuta nel Provvedimento della Banca d'Italia del 29 aprile 2011, recante «disposizioni in materia di obblighi informativi e statistici delle società veicolo coinvolte in operazioni di cartolarizzazione». Dopo l'adozione del d. lgs. 141 del 2010, infatti, la ridefinizione del perimetro della vigilanza - relativo agli intermediari finanziari non bancari - ha determinato l'imposizione di obblighi informativi specifici in capo alla società di progetto che intenda realizzare anche la finanziarizzazione delle attività sottostanti all'operazione di *project financing*; obblighi che, per un verso, sono finalizzati alla inclusione dell'ente nell'elenco delle società veicolo tenuto dalla Banca d'Italia (art. 4, Prov. 29 aprile 2011), per altro alla trasmissione di «dati di bilancio, dati di stock e di flusso relativi alle operazioni di cartolarizzazione e dati sulle cancellazioni totali/parziali delle attività cartolarizzate» (art. 7, Prov. cit.).¹²

Da qui l'insorgere di specifici dubbi in ordine all'efficienza dell'originaria opzione di rimettere alla facoltà dei privati - resisi aggiudicatari del bando di gara per l'affidamento della realizzazione dell'opera - la scelta di operare in prima persona ovvero di dar vita ad una società a ciò esclusivamente dedicata (ex art. 156, d. lgs. 163 del 2006). Ciò in quanto solo il costante ricorso

¹¹ Cfr. VIRGA, *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2007, pp. 1011 ss.

¹² Per una disamina del d. lgs. 141 del 2010, cfr. CAPRIGLIONE, *Holding di partecipazione e nuova regolazione degli intermediari finanziari*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2011, I, pp. 196 ss.; PELLEGRINI, *La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari. Da un riscontro di regolarità alla supervisione*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa, Amorosino, Antonucci, Conte, Pellegrini, Sepe, Troiano, cit., pp. 285 ss.; ANTONUCCI, *L'intermediazione finanziaria non bancaria nel d. lgs. 141/2010. Profili di sistema*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2011, I, pp. 29 ss.

ad un veicolo societario consente di individuare con chiarezza, da un lato, le peculiarità della posizione ascrivibile agli enti bancari e, dall'altro, i rischi e le opportunità che il progetto pone in capo ai sottoscrittori dei *project bonds*¹³ o agli altri finanziatori. Ne consegue un assetto - quello incentrato sulla costituzione di una «società di progetto» - che, a ben considerare, appare maggiormente idoneo ad isolare rischi ed opportunità e, dunque, a migliorare - sul piano regolamentare - le prospettive di bancabilità dell'operazione.

È chiaro, infatti, che nei modelli avanzati di *project financing* il veicolo assume la titolarità giuridica, oltre che del rapporto con l'ente pubblico di riferimento, anche dei finanziamenti (attinti sia a titolo di capitale, sia a titolo di debito), nonché della partecipazione ai contratti necessari alla realizzazione dell'opera. Pertanto, si versa in presenza di un soggetto che supera il tradizionale ruolo di *general contractor*, assumendo in sé gli oneri e le responsabilità connesse al progetto, agendo in autonomia dall'ente pubblico ed in esito alle sole decisioni dei soci (che, il più delle volte, sono rappresentati dalle imprese che concorrono al sostentamento economico ed alla realizzazione dell'opera stessa).¹⁴

¹³ Ci si riferisce alle novità recate dal d. l. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2012, n. 27 - che ha disposto la modifica dell'art. 157, d. lgs. 163 del 2006 - e dal successivo d. l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221

¹⁴ Il termine utilizzato nel testo, nel sottendere una *competenza complessiva* del soggetto rispetto ad un progetto complesso, è solitamente riferito alle opere pubbliche, rispetto alle quali assume un significato specifico nel contesto della l. n. 443 del 2001 recante una «delega al Governo in materia di infrastrutture ed insediamenti produttivi strategici ed altri interventi per il rilancio delle attività produttive»; cfr. ASPRONE, *I compiti del general contractor e della stazione appaltante*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2009, 1874, ove ci si sofferma sull'affidamento al 'contraente generale'; in linea con tale impostazione appare VIVARELLI, *L'attività negoziale della pubblica amministrazione: contratti ed accordi con i privati. Le nuove forme di partenariato tra il*

Nella prospettiva dello *Spv*, ancorché collocata in un ambito pubblico-stico, l'iniziativa economica in considerazione (e, dunque, non solo l'impresa che ne costituisce l'oggetto) pone significative complicazioni: dall'intreccio dei mezzi al concorso dei fini; dalla possibile interferenza delle esigenze dello Stato alle potenziali speculazioni del mercato.¹⁵

Ne risulta un peculiare rapporto tra *libertà di iniziativa* e *libertà di concorrenza*, l'una e l'altra limitate dalla riferibilità alle politiche infrastrutturali della P.A. ed alla struttura della finanza di progetto (ancorata ai dettami delle prime). Sicché, in tale prospettiva, la realtà gius-economica determinata dalla programmazione delle opere pubbliche (in generale) ed i contenuti del bando di gara (in particolare) inducono a riguardare il *veicolo* non solo come «imprenditore» (nel senso indicato dalla fattispecie originaria prevista dall'art. 2082 c.c.), ma anche come momento attuativo di un «progetto» (inteso quale cardine della formula finanziaria in esame).

Sotto altro profilo, va rilevato che imputazione e responsabilità trovano - nello *special purpose vehicle* - un centro di addebito dotato di soggettività e, a seconda della tipologia di *ringe fence*, di autonomia, seppur soggetto a regole in parte derogatorie della disciplina di diritto comune (di cui agli artt. 152 ss. del d. lgs. 163 del 2006). Ciò, con riguardo sia all'attività, sia all'organizzazione. In sua assenza, l'imputazione degli interessi coinvolti nel progetto

project financing e il leasing finanziario, in *Rivista trimestrale degli appalti*, 2010, p. 403 ss.; GATTI, *La figura del general contractor nell'ipotesi di leasing pubblico*, in *Appalti e Contratti*, 2009, pp. 37 ss.; nonché FARINA, *Società di progetto e general contractor*, in *Rassegna di diritto civile*, 2007, pp. 303 ss. In giurisprudenza, v. TAR Lazio, 2 ottobre 2007, n. 9630, in *Urbanistica e appalti*, 2008, PP. 382 ss. con nota di LOMBARDI, *General contractor: disapplicato il codice de Lise*.

¹⁵ Trattasi di problematiche di peculiare interesse per la dottrina; cfr. OPPO, *Principi, Trattato di diritto commerciale*, diretto da Buonocore, Torino, 2001, ove - come specificato a p. 5 - si chiariscono alcuni principi del diritto commerciale nel sistema del diritto privato.

dovrà far riferimento a più imprenditori, titolari di posizioni tra loro complementari o integrative. Solo qualora vi fosse una connessione nel comando (delle relative imprese) giuridicamente rilevante, infatti, si potrebbe addivinare ad una configurazione unitaria della *governance* dell'operazione di finanza di progetto (ancorata al paradigma posto a base della disciplina recata, in via generale, dall'art. 2359 c.c.).¹⁶

Occorre, pertanto, valutare talune conseguenze delle opzioni regolamentari recate dall'art. 157, d. lgs. 163 del 2006, in quanto esso sembra postulare una piena estensione di principi tradizionalmente commerciali ad una tipologia di operazioni che - a ben considerare - risponde a logiche di pragmatismo anglosassone, tradizionalmente orientate verso i noti criteri di *self-regulation* (intesa, quest'ultima, come autonoma gestione delle prassi operative interne alla *governance* d'impresa).¹⁷ Ciò, appare particolarmente rilevante non solo a fini organizzatori (con riguardo al trattamento dell'insolvenza della società di progetto ed alla definizione del regime pubblicitario), ma anche con riferimento agli atti di impresa e, dunque, al comportamento

¹⁶ Va da sé che, anche nelle operazioni di project financing, il concetto di controllo è diverso da quello di gruppo, laddove il secondo si realizza solo quando la presenza di una pluralità di società si compendia nel riferimento ad un'unitaria attività di direzione e coordinamento (abbia essa configurazione gerarchica o paritetica); cfr. per tutti GALGANO, *I gruppi di società*, in *Le società*, trattato diretto da Id., Torino, 2001, pp. 11 ss.

Si veda, altresì, MARCHISIO, *Contratti ed "eterodirezione" della società*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2012, pp. 99 ss. ove si affronta la problematica definizione dell'attività di "direzione e coordinamento" di società che scaturisca da rapporti contrattuali; nonché MARCHISIO, *Collegamento societario" e polisemie legislative*, in *Rivista di diritto privato*, 2012, pp. 91 ss. per un confronto tra la disciplina del codice civile ed i contenuti del Principio IAS n. 28 volto ad evidenziare la direzione unitaria delle società collegate nel caso di una loro riconducibilità ad un unico centro di interessi.

¹⁷ Cfr. MIGLIONICO, *Pragmatismo operativo ed etica comportamentale nel sistema finanziario anglosassone*, in AA.VV., *Banche e etica*, a cura di Sabbatelli, Padova, 2013, pp. 163 ss.

negoziale dell'imprenditore.¹⁸

Resta, tuttavia, ferma l'esigenza di chiarire le conseguenze della traslazione nel nostro ordinamento di una forma operativa che si origina in un contesto caratterizzato dalla «nota avversione verso le *strict rules* e per il favore a *principles, guidelines* o *standards*».¹⁹

Conseguentemente, la regolazione della società-veicolo dovrà disciplinare i meccanismi di costituzione e circolazione dei diritti e dei rapporti giuridici che ricorrono nella fattispecie.²⁰ Ci si riferisce, in particolare, agli interessi dei soggetti che stipulano il contratto di società ed alla loro relazionalità con gli obiettivi del progetto (che, ovviamente, si compendiano di aspetti pubblici e privati); trattasi di interessi cui si ricollega l'esigenza di individuare il termine di comparazione per le regole della contrattazione (verificando l'applicabilità di quelle che ricercano l'equilibrio delle prestazioni secondo gli

¹⁸ Cfr. OPPO, *Principi*, cit., *passim* e in particolare p. 28 ove si evidenzia la sopravvivenza del cd. *uso commerciale*.

¹⁹ Così DE POLI, *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, n. 1, p. 59. In generale, sul punto, cfr. BLACK J., *Decentring regulation: understanding the role of regulation and self regulation in a «post-regulatory» world*, in *Current Legal Problems*, 2001, vol. 54, n. 1, pp. 103 ss. per una generale impostazione della problematica indicata nel corpo del testo.

²⁰ Siffatta impostazione, sul piano giuridico, ha trovato compendio già nelle modifiche recate al d. lgs. 163 del 2006 dal d. lgs., anche se, a livello dispositivo, l'intervento ivi realizzato appare decisamente limitato. Ciò in quanto, il d. lgs. 152 del 2008 ha sostanzialmente confermato l'impostazione previgente, incentrata - come anticipato - sulla facoltà, per il soggetto aggiudicatario, di «costituire una società di progetto in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile»; facoltà che, a discrezione della pubblica amministrazione (e previa indicazione nel bando di gara), può esser elevata a specifico obbligo (posto in capo al soggetto che ha vinto la procedura competitiva, art. 156, comma 1, del d. lgs. 163 del 2006). Analogamente è a dirsi per gli altri provvedimenti legislativi anticrisi richiamati in premessa (dal d.l. 70 del 2011 al d.l. 69 del 2013), i quali non hanno recato modifiche al disposto normativo in considerazione.

schemi applicabili alla generica attività negoziale della pubblica amministrazione), nonché i limiti all'uso di innovativi contratti finanziari che, nel sostituirsi ai titoli tradizionali, introducono nuove dinamiche di circolazione dei crediti di impresa secondo regole di fungibilità, tempestività ed immaterialità.²¹

Sicché, l'organizzazione della società-veicolo dovrà individuare, nei propri regolamenti interni, il punto di equilibrio delle prestazioni (necessarie ad un'operazione di finanza di progetto). Da qui la possibilità che la struttura prescelta per il *project financing* possa incidere sull'autonomia del veicolo societario. Tali elementi, infatti, risultano preliminari - e, per taluni versi, determinati - rispetto alle questioni che tradizionalmente segnano il confine delle indagini in materia, incentrate sulla disamina del procedimento amministrativo a base dell'opera in progetto (e, dunque, sulle viscosità di un quadro normativo complesso ed oggetto di un'ondivaga legislazione in materia di opere e servizi pubblici).²²

Non v'è dubbio che le recenti modifiche recate alla finanza di progetto

²¹ Ci si riferisce, da ultimo, all'applicabilità alla fattispecie dei limiti indicati dalla normativa concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti pubblici prevista dall'art. 41, l. 28 dicembre 2001, n. 448, e specificata dal D.M. n. 389 del 1 dicembre 2003, nonché della relativa circolare esplicativa del 27 maggio 2004 e, successivamente, fortemente circoscritta dalla l. 27 dicembre 2013, n. 147; cfr. CAPRIGLIONE, *The use of «derivatives» by Italian local authorities in public finance management. Still an issue*, in *Law and economics yearly review*, 2013, pp. 399 ss.; PISCINO, *La finanza innovativa: il regolamento ministeriale*, in *La Finanza Locale*, 2004, pp. 24 ss.

²² Cfr. DI GASPARE, *Servizi pubblici locali in trasformazione*, Padova, 2010, *passim*; RANGONE, *Voce Servizi Pubblici*, in *Treccani - Dirittoonline*, Roma, 2012. Entrambi gli AA. evidenziano la tendenza verso una riduzione dei livelli di discrezionalità amministrativa, laddove le resistenze alle riforme dell'impianto normativo sono ritenute riconducibili ad una «radicalizzazione ideologica» della scelta tra pubblico e privato nella gestione, in un contesto in la frequente inadeguatezza delle infrastrutture ostacola le prospettive di sviluppo della economia nazionale.

possano delineare un ruolo di maggiore centralità per lo *Special purpose vehicle*; ciò, soprattutto in vista della bancabilità del progetto. Da qui, l'aspettativa che, nel costruire l'operazione, i promotori e la P.A. individueranno i giusti contenuti per i titoli immessi in circolazione dalla società di progetto sui mercati finanziari. Del resto, nella finanza di progetto, la tutela imperativa della concorrenza non si risolve in una aprioristica limitazione degli accordi tra privati, ma persegue l'obiettivo di garantire la libertà di collegare, coordinare o conglomerare più imprese - anche in termini meramente finanziari - al fine di agevolare l'efficiente realizzazione di un'opera infrastrutturale.

Conseguentemente, la disciplina della «società di progetto» recata dall'art. 156 del d. lgs. 163 del 2006 non riesce a cogliere l'intera valenza organizzativa ascrivibile ad uno *Spv*, né ad individuarne i tratti funzionalmente connessi ad un'operazione di *project financing*. In particolare, occorre osservare che una diversa regolazione della società in parola avrebbe consentito di chiarire i rapporti tra la struttura esecutiva e l'organo amministrativo di vertice (espressione della compagine sociale e, dunque, dei finanziatori permanentemente coinvolti del progetto²³), laddove invece ci si limita ad individuare un veicolo destinato a relazionarsi col settore bancario e finanziario.²⁴

²³ Cfr. SPIOTTA, *Amministratori di fatto e direttori generali solo di diritto*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2012, pp. 76 ss. ove ci si sofferma sulla figura del «Direttore generale solo di diritto», analizzandone le modalità della nomina e i livelli di responsabilità che la qualificano. Si veda, altresì, PISANU, *Brevi considerazioni a margine della figura del direttore generale di S.p.A.*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2012, p. 151 ss.; CASORIA - PEDRON, *Sui poteri e sul ruolo del direttore generale nella S.p.A.*, in *Rivista del Notariato*, 2011, pp. 1436 ss.

²⁴ Va inoltre considerato un ulteriore limite del nostro ordinamento che, in base alla disciplina vigente, non prevede meccanismi procedurali premianti conseguenti alla costituzione della società di progetto. In altri termini, la disciplina speciale resta comunque ancorata alle definizioni di «promotore» e di «aggiudicatario», per tali intesi i soggetti che svolgono un determinato ruolo nell'ambito della procedura generale di gara (art. 153 del

Ai predetti limiti si ricollega un giudizio di arretratezza della normativa in esame. Essa, anche dopo gli affinamenti più recenti (successivi alla riforma del 2008), non arriva a definire in modalità compiute l'organizzazione del governo societario (né tantomeno del «promotore» e dell'«aggiudicatario»), né di gestire eventuali *ulteriori* interessi in conflitto (tali cioè da *inquinare* le valutazioni relative alla bancabilità del progetto).

Nel restare ancorato ai modelli di *governance* previsti dal codice civile (e, dunque, in assenza di funzioni dedicate all'attività di *internal control, risk management* e *compliance* che sarebbero in grado di assicurare una corretta relazionalità con la parte pubblica dell'operazione), il codice dei contratti pubblici segna una netta discontinuità tra la società di progetto ed i soggetti che operano nel mercato finanziario.²⁵

Purtroppo non sono stati estesi alla società di progetto i risultati raggiunti nella regolazione della *corporate governance* delle società. In particolare, nel settore dei lavori pubblici non si registrano le condizioni che, negli ultimi anni, hanno determinato una «progressiva diluizione degli azionisti di maggioranza a favore di forme di controllo più deboli o di tipo coalizionale», come è avvenuto nel mercato italiano di borsa.²⁶

Con riguardo, invece, agli organi di amministrazione appaiono di limi-

d. lgs. 163 del 2006).

²⁵ A fini di completezza appare utile precisare che l'assenza di una regolazione pervasiva dell'organizzazione della società di progetto non sembra esprimere una preferenza del legislatore per i modelli di *project financing* che prescindono dalla costituzione dello *special purpose vehicle*.

Piuttosto, si ritiene che tale opzione sia rimessa alla libera iniziativa dei privati; ferma la necessità di procedere alla definizione di una struttura giuridica in grado di prevedere forme di gestione attiva dei rischi che gravano sull'esecuzione del progetto.

²⁶ Cfr. *2013 Report on corporate governance of Italian listed companies*, a cura della Consob, Novembre 2013, p. III

tato effetto le innovazioni recate dalla legge 120 del 2011 (concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati) e dalla legge 214 del 2011 (in materia di *interlocking* nel settore finanziario), laddove - al di fuori del loro ambito di applicazione - tali leggi non hanno promosso una generale evoluzione degli organismi di vertice delle società in parola. Ciò, in aggiunta alla mancata valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti ed all'assenza di procedure in grado di orientare l'azione del C.d.A. quando essa è contraria all'avviso di questi ultimi (valorizzando il ruolo dell'assemblea, anche mediante il cosiddetto meccanismo del *whitewash*).²⁷

3. (segue): la centralità della società di progetto.

Raccordando il modello legale di riferimento all'evoluzione dei processi economici ed all'assetto competitivo del mercato, può dirsi che la disciplina speciale individua nella società di progetto il fulcro di un meccanismo preordinato alla realizzazione di un'opera pubblica finanziata con capitali privati.²⁸

²⁷ In tal caso, infatti, l'operazione dovrebbe essere approvata dall'assemblea, che decide - oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile - anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati; cfr. art. 11, *Regolamento Operazioni con Parti Correlate*, Delibera Consob n. 17221 del 12.3.2010, unitamente alla relativa descrizione presentata nel relativo sommario, p. 4

²⁸ A ben considerare, il nostro legislatore sembra preferire un'impostazione che non ascrivere valore assoluto alla concorrenza, orientandosi piuttosto verso la definizione di un assetto di mercato che persegua comunque fini di utilità sociale; ciò, secondo una linea maggiormente rispondente al dato letterale dell'art. 41 Cost.

Trattasi, dunque, di un contesto normativo in cui il concreto perseguimento dei fini di utilità sociale (previsti dal nostro ordinamento costituzionale) non contrasta con un assetto regolamentare che ammetta recuperi di efficienza (e di produttività) da parte dei soggetti che hanno sollecitato la pubblica amministrazione

In tal senso, del resto, orientano le valutazioni effettuate dalla Corte di Giustizia europea con riguardo alla conformità della normativa italiana ai principi comunitari; riflessioni che hanno ritenuto la struttura della società di progetto funzionale alla corretta applicazione del principio della concorrenza.²⁹ Trattasi di un approccio che consente di superare le perplessità in ordine alla rispondenza dei vincoli introdotti nei bandi di gara alle logiche di un mercato

Va tuttavia evidenziato che, al presente, il nostro ordinamento non riconosce particolari *legal benefit* al soggetto aggiudicatario; si veda, a tal proposito, FIDONE, *Procedure per l'affidamento di concessioni di lavori pubblici con prelazione per il promotore. Casi e problematicità nella disciplina della finanza di progetto successiva al terzo correttivo*, in *Rassegna dell'Avvocatura dello Stato*, 2010, pp. 285 ss.

²⁹ A fronte di specifiche censure in ordine alla violazione del principio di concorrenza, va qui richiamata la preferenza accordata dalla riforma del 2008 alla parità competitiva tra i partecipanti alla gara. In particolare, nel determinare la ridefinizione dei meccanismi del *project financing* in corso di esame, il d. lgs. 152 del 2008 segue linee evolutive che ricollegano la presenza della società di progetto al passaggio da una «concorrenza controllata» alla realtà di mercato.

Rileva, in proposito, l'orientamento giurisprudenziale secondo cui la modifica dell'offerta iniziale, se valutata dall'Ente aggiudicatore, avvantaggia un soggetto rispetto ai concorrenti; v. sent. 22 maggio 1993, causa C-243 del 1989. Del resto anche la legge 166 del 2002 nell'intervenire sulla l. 109 del 1994 non appariva pienamente compatibile con l'ordinamento comunitario; cfr. FERRARI, *Finanza di progetto: i profili di diritto costituzionale e comunitario*, in AA.VV., *Project financing e opere pubbliche*, a cura di Franco Ferrari e Fracchia, Napoli, 2004, pp. 34-35.

Tale impostazione trova conferma nelle sentenze del 10 novembre 1998, causa C-360/96; del 3 ottobre 2000, causa C-380/98; 1 febbraio 2001, causa C-237/99; nonché del 25 aprile 1996, causa C- 87/94 (quest'ultima, nella parte in cui si ascrive valore essenziale ai principi di parità di trattamento degli offerenti e quello della trasparenza).

Non si tratta, dunque, di criticare la natura pubblicistica dell'istituto in esame, ma le relative scelte tecniche (i.e. la procedura di scelta del «promotore» e del «concessionario», nonché la struttura bifasica della nostra finanza di progetto), quanto di verificare se le opzioni regolatorie sono tali da implicare una violazione del principio della parità di trattamento; Cfr. VIVARELLI *Unitarietà o autonomia delle fasi del project financing: due orientamenti a confronto*, in *Il Corriere del Merito*, 2011, pp. 102 ss.

concorrenziale.³⁰

Sicché, per accertare la *bancabilità* del progetto occorre soffermarsi sulla valutazione delle regole di *corporate governance* (concernenti il veicolo societario) riconducendone l'essenza alla funzionalità dei meccanismi di finanziamento; ovviamente, sul punto viene in considerazione il forte legame esistente tra l'obbligo di costituire una *società speciale* e la posizione di coloro che se ne avvalgono.³¹

Inoltre, in vista della richiamata finalità, assumono rilievo gli ampi spazi di autonomia riconosciuti ai soci nella redazione dello statuto (dello *special purpose vehicle*), donde la configurabilità di un'ottimale organizzazione interna (ponendo in capo agli aggiudicatari la responsabilità di individuare un efficiente modello di gestione dell'operazione).³² Si comprende, quindi, la

³⁰ Sono stati già citati gli studi relativi ai profili di incompatibilità tra l'originaria formulazione del d. lgs. 163 del 2006 e le direttive che disciplinano la materia dei contratti pubblici, tuttavia appare opportuno evidenziare il permanere una complessiva situazione di contrasto della regolazione della finanza di progetto con l'impostazione concorrenziale. Ciò posto, appare utile richiamare BERCELLI, *Le procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici ed il principio comunitario di concorrenza effettiva*, Nota a CGCE sez. II 7 ottobre 2004 (causa C-247/02), in *Il foro amministrativo* T.A.R., 2004, pp. 3239 ss. nella quale si sostiene la necessità di uno sviluppo concorrenziale effettivo nel settore degli appalti pubblici.

³¹ Conseguenziale è, poi, il rinvio a forme di autoregolazione, ove le norme rifluiscono in moduli consensuali di disciplina che fanno capo all'autonomia privata (e, dunque, allo statuto della società di progetto); ciò, potrebbe giustificare l'opzione di non prevedere un controllo pubblico nel corso della procedura costitutiva.

Resta, tuttavia, insoluto il problema dell'indicazione di un modello di statuto per le società di progetto. Ed invero, l'attuale assetto della normativa speciale sembra render possibile - se non addirittura suggerire - l'intervento dell'autorità amministrativa o dell'Unità tecnica al fine di indicare quali siano le norme statutarie che realizzino condizioni privilegiate di funzionamento della società di progetto e, parimenti, migliorino la relazionalità dello Spv con la pubblica amministrazione.

³² Sotto altro profilo, sembra possibile rilevare che, nella riforma, la disciplina relativa alla

portata della disciplina speciale, che non ha voluto imporre una specifica procedura per la costituzione della società di progetto, né rimettere tale compito alla pubblica amministrazione (che redige il bando).

Nel delineato quadro normativo, è riconosciuto un ruolo specifico ai privati, i quali - anche in assenza di un obbligo formale in tal senso - sono tenuti ad oneri di comunicazione (nel confronti del responsabile del procedimento, relativamente all'avvio dell'*iter* costitutivo del nuovo veicolo). Si individua, quindi, una stretta correlazione tra pubblico e privato sulla quale - come si è in precedenza sottolineato - è fondato il modello (tecnico) in esame.³³

A ben considerare, potrebbero sollevarsi dubbi in ordine al collegamento tra la società di progetto e l'«esercizio collettivo dell'impresa»,³⁴ essendo possibile ritenere che quest'ultima rappresenta una mera forma di

costituzione della società *ex art.* 156 (e, più in generale, quella della finanza di progetto) rimane distinta da quella eventualmente dedicata all'attività di gestione dell'opera pubblica (che, nel secondo caso, è condizionata dall'intrinseca inerenza dell'interesse pubblico all'attività stessa); cfr. sul punto le riflessioni di CIRENEI, *Società a partecipazione pubblica e disciplina pubblicistica dell'attività*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1992, p. 238

³³ Alla luce di quanto precede appare difficile che si addivenga, in tempi brevi, alla definizione di un iter standardizzato che - sul piano dell'efficienza - potrebbe agevolare gli operatori di settore, laddove una mera previsione di oneri informativi avrebbe potuto conferire continuità alle relazioni che intercorrono tra pubblico e privato. Se ne deduce che tali aspetti dovranno esser oggetto di specifica verifica da parte dell'ente bancario coinvolto nell'operazione, visto che l'insorgere di criticità nella fase genetica della società di progetto potrebbe pregiudicare l'esito dell'operazione stessa (incidendo sulla validità dei rapporti giuridici di cui tale società è partecipe).

³⁴ Da quanto precede derivano specifici dubbi in ordine all'eshaustività del tessuto normativo di riferimento che, per taluni versi, potrebbe non fornire sicuri approdi cui ancorare le variegate soluzioni che dovrebbero sostenere la struttura organizzativa e l'attività in progetto. Ciò, soprattutto in un contesto plurisoggettivo ed in assenza di un obbligo giuridico di costituire un veicolo che divenga centro esclusivo di imputazione degli interessi coinvolti nell'operazione.

semplificazione dei rapporti tra gli aggiudicatari ed i terzi (in particolare: intermediari bancari e finanziari).³⁵ Ed invero, alla realizzazione dell'opera non necessariamente corrisponde un'attività «comune» (intesa nelle modalità tecniche di cui all'art. 2247 c.c.) soggetta alla generale esigenza di reperire risorse finanziarie.³⁶

Sotto altro profilo, va precisato che non sussistono requisiti patrimoniali minimi (ai quali ascrivere una funzione di garanzia) in capo alla società di progetto.³⁷ Sono evidenti i limiti di tale opzione normativa, atteso che non è

³⁵ Al di là della valutazione dei singoli modelli statuari applicati nella prassi (e della loro stessa rispondenza alle indicazioni indicate nel bando di gara), rilevano dunque gli aspetti concreti della politica infrastrutturale (economica e regolamentare) adottata negli anni più recenti e, quindi, anche le opzioni poste a fondamento della stessa attività redazionale dei bandi di gara. Trattasi, infatti, di aspetti che debbono esser valutati non solo con riferimento al modello delineato astrattamente dalla legge, ma anche nella loro capacità di sostenere le iniziative economiche pubbliche di riferimento. Ad essi, infatti, si potrebbero riferire eventuali invalidità degli atti amministrativi; cfr., per tutti, PIRAS, *Invalidità (dir. amm.)*, in *Enciclopedia del Diritto*, XXII, pp. 598 ss.; LEVI, *Legittimità (dir. amm.)*, ivi, XXIV, pp. 124 ss.; CORSO, *Validità (dir. amm.)*, ivi, XLVI, pp. 83 ss.

³⁶ Cfr., tra gli altri, MARASÀ, *Lucro, mutualità e solidarietà nelle imprese. (Riflessioni sul pensiero di Giorgio Oppo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012, p. 197 ss.; FERRI G. JR., *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2011, II, pp. 393 ss.; SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009 I, pp. 621 ss.; TERRANOVA, *L'impresa nel sistema del diritto commerciale*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2008, pp. 1 ss.

³⁷ Rileva, pertanto, l'impiego di risorse totalmente - o parzialmente - a carico dei soggetti proponenti; da qui, una chiave di lettura per definire, valutare e classificare la programmazione delle specifiche richieste di nuovo capitale nell'ambito della finanza di progetto. Nel nostro contesto, infatti, la decisione di varare un'operazione sul capitale a titolo oneroso può esser ricondotta ad una logica rigorosamente economico-aziendale al fine di assicurare condizioni di stabilità (del governo aziendale) e, quindi, l'equilibrio operativo; cfr. PATANÈ, *Capitale proprio e ricapitalizzazioni. fisiologia e patologia*, in *Economia e diritto del terziario*, 2012, pp. 175 ss. ove si evidenzia l'opportunità che le operazioni sul capitale siano corredate da una completa informativa.

Si confronti, altresì, D'AMATO, *Alcune riflessioni sulla consistenza patrimoniale*

dato riscontrare, nella regolazione della materia, alcuna disposizione preordinata alla salvaguardia della stabilità (e della funzionalità) dell'operazione in progetto. Non si esclude, peraltro, la richiesta - nel bando di gara - di presidi patrimoniali finalizzati a circoscrivere la gestione del progetto entro determinati ambiti, nei quali è vincolata la dimensione operativa. In tal caso, vi sarà un impegno quantitativo minimo di risorse proprie (permanentemente destinate alla realizzazione dell'opera); sicché alla centralità della società di progetto verrà a corrispondere un assetto patrimoniale in grado di contenere gli eventuali disinvestimenti anticipati di taluni finanziatori.

Va da sé che l'impostazione prudenziale dell'operazione può ridurre la concorrenzialità della procedura di gara;³⁸ ciò in quanto, in quest'ultima, non viene del tutto evitata la possibilità di ingiustificate costrizioni del novero dei soggetti che possono competere per un progetto.³⁹ Per converso, è bene qui farlo presente, gli interventi di cui trattasi devono rafforzare l'organizzazione societaria di riferimento (e, dunque, prevedere specifiche regole di *corporate governance* e controlli interni per lo *special purpose vehicle*).⁴⁰

dell'impresa e la tutela dei creditori. Verso una proposta di riforma delle regole sul capitale sociale, in Rivista dei dottori commercialisti, 2011, pp. 741 ss.; CAROSIO, Verso la revisione della regolamentazione sul capitale, in Banca Impresa Società, 2010, pp. 191 ss.

³⁸ Da segnalare che il legislatore non prevede neanche l'obbligo di assicurare, allo Spv, livelli minimi di *cash flow* (tale, cioè, da preservare delle risorse necessarie alla realizzazione dell'opera pubblica), ferma l'asseverazione del piano finanziario di riferimento.

³⁹ Oltre ciò, va altresì tenuta presente la chiara preferenza - del nostro sistema di regolazione dell'attività negoziale della P.A. - per l'economicità dei lavori pubblici; cfr. CAMPAILLA, *Aggiudicazione degli appalti pubblici di lavori: l'Italia continua a ignorare la normativa comunitaria relativa alle offerte anormalmente basse*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2002, pp. 299 ss.

⁴⁰ Dal punto di vista societario, l'intento di predisporre condizioni di gara che siano effettivamente concorrenziali e l'esigenza di porre tutti i partecipanti in condizione di

4. Le nuove regole in materia di 'finanziamento del progetto'.

Nel nostro ordinamento, il modello di *project financing* recato dal Codice dei contratti pubblici prevede un potere di intervento regolamentare in capo alla Pubblica Amministrazione; potere volto a realizzare una «procedura partenariale» in grado di coordinare la finanza di progetto con le caratteristiche dell'opera infrastrutturale (da raccordare alla regolazione in materia di ambiente e sicurezza). In particolare, rileva la capacità dei bandi di gara di incidere sulle dinamiche di finanziamento e di bancabilità del progetto.

Non v'è dubbio, infatti, che la P.A. debba prioritariamente prendere in considerazione il rispetto dei principi di economicità, efficacia, tempestività e correttezza (oltre che ulteriori, eventuali *standard qualitativi* previsti da norme speciali applicabili ad una singola operazione). Da qui l'esigenza di verificare se, a fronte di specifiche alternative nella scelta del tipo societario (S.p.A. o S.r.l., anche consortile, previste dall'art. 156 del d. lgs. 163 del 2006), sia necessario assicurare che l'articolazione sociale indicata dallo statuto della società di progetto persegua al meglio la «qualità delle prestazioni» (richiesta dall'art. 2 del d. lgs. 163 del 2006⁴¹).

parità sostanziale, pur trovando ampio spazio nella riforma del 2008 e nel correttivo del 2011, non sono andate oltre il riferimento al modello civilistico della società per azioni o della società a responsabilità limitata.

A tale risultato si ricollega il convincimento che la mera presenza di un ente societario introduca garanzie sufficienti a tutelare coloro che partecipano al finanziamento di una specifica iniziativa, in ragione della presenza di organi di gestione e di controllo (i cui poteri e le connesse responsabilità sono individuate dalla legge). Ciò, ovviamente con effetti sui livelli di tutela dei rapporti che intercorrono con la pubblica amministrazione e con gli altri soggetti che, a vario titolo, si relazionano con l'impresa in progetto.

⁴¹ Appare difficile, tuttavia, ritenere sufficienti le scarse indicazioni normative in tema di costituzione, assetti del capitale e responsabilità solidale dei soci previste in via generale

Al contempo, necessita accertare le forme tecniche di intervento delle banche (in termini di asseverazione e garanzia), assicurandosi che non sia pregiudicata la posizione degli aggiudicatari del bando di gara.

Del resto, come si è anticipato, la costituzione di un veicolo societario è funzionale alla semplificazione dei rapporti a base del *project financing* (stante la loro imputabilità al medesimo).⁴²

In particolare, si sottolinea la finalità - cui è orientata l'attività e l'organizzazione dello *Spv* - di limitare, sul piano della responsabilità patrimoniale, il coinvolgimento degli operatori che dovranno realizzare il progetto. Ciò, nel rispetto del criterio di trasparenza, in base al quale «i lavori da eseguire e i servizi da prestare ... si intendono realizzati e prestati in proprio anche nel caso siano affidati direttamente dalle suddette società ai propri soci» (art. 156, comma 2, d. lgs. 163 del 2006), cui si associa un peculiare regime di estensione degli obblighi rivenienti dall'aggiudicazione del bando di gara (art. 156, comma 3, d. lgs. 163 del 2006).

A ben considerare, non si riscontra nella fattispecie la posizione di «alterità» che per solito assume una società (lo *Spv*) rispetto ai partecipanti al capitale (gli aggiudicatari).⁴³ Si individua, per tal via, l'interazione tra discipli-

dal codice dei contratti pubblici; v. art. 146 del citato d. lgs. 163 del 2006.

⁴² È bene evidenziare, infatti, che il codice dei contratti pubblici dispone il subentro della società di progetto senza soluzione di continuità (e, dunque, senza minare la validità giuridica della struttura organizzativa e relazionale predisposta prima della costituzione della società medesima, art. 156 del d. lgs. 163 del 2006).

⁴³ Appare utile precisare che le considerazioni svolte nel testo non si propongono di sostenere che, nella finanza di progetto, l'ente societario - pur rappresentando un *altro* soggetto rispetto a coloro che vi partecipano - rappresenta una *barriera impermeabile* rispetto alla imputabilità sostanziale dei diritti e delle responsabilità che nella specie ricorrono, ma sono volte a mettere in luce il forte legame che intercorre tra l'opera, i meccanismi operativi ed i soggetti che si aggiudicano la gara pubblica di riferimento.

ne - quella amministrativa del *project financing* e quella commerciale della società di progetto - che esplicano la loro efficacia su piani concettualmente distinti: la prima orientata alla realizzazione di un'iniziativa economica pubblica, la seconda preordinata alla definizione di uno specifico rapporto associativo di diritto privato. Conseguono lo specifico rilievo dei vincoli imposti dalla pubblica amministrazione (nel bando di gara) rispetto all'autonomia dei privati (nella redazione dello statuto sociale).

Si pone, pertanto, il problema di comprendere in quale misura le scelte operate dai bandi di gara siano conformi agli equilibri previsti dal diritto societario.⁴⁴ Ciò, soprattutto in ragione delle peculiarità della iniziativa imprenditoriale che - in un'operazione di *project financing* - si intende porre in essere (attraverso il coinvolgimento partenariale di programmazioni politiche e risorse esterne alla finanza pubblica).⁴⁵

La generalizzata tendenza volta a considerare le attività economicamente rilevanti come proprie delle *società di capitali*⁴⁶ impone, per un verso, un modello avanzato per quanto concerne l'articolazione delle funzioni gestionali (di supervisione strategica, direzione amministrativa e controllo), per altro una semplificazione (sul piano soggettivo) del rapporto tra gli interme-

⁴⁴ Cfr., sul punto, la riflessione di ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Milano, 2006, pp. 6 ss. ove si affronta il tema nel riferimento alle categorie concettuali della disciplina societaria.

⁴⁵ Analogamente può dirsi per la necessità di regole volte ad assicurare il corretto funzionamento dei meccanismi societari posti dal codice civile (regole che, come si è visto, sono generalmente rimesse all'arbitrio dei soci o del bando di gara).

⁴⁶ Cfr., per tutti, CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Id., Padova, 2010, pp. 88 ss.; SICLARI, *Privatizzazioni e mercato in un sistema concorrenziale*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2012, pp. 466 ss.

diari creditizi e gli esecutori del progetto (agevolando la *bancabilità* di quest'ultimo). In particolare, si deve riguardo alle modalità di imputazione degli interessi in campo; ed invero, lo *Spv* consente di realizzare uno scopo *comune* (a tutti i soggetti coinvolti) e *bilanciato* (mediante la ponderata partecipazione al capitale).

Sotto altro profilo, occorre evidenziare che i bandi di gara costituiscono presidi per il contenimento del rischio nei casi in cui la disciplina speciale ammette deroghe all'ordinaria modalità di emissione delle obbligazioni da parte della *Spv facendo leva* sull'intervento di capitali privati (art. 157 del d.lgs. 163 del 2006).

Sul piano delle concretezze, i bandi di gara mettono in evidenza approcci variegati - da parte delle singole amministrazioni appaltanti - in ordine alla *corporate governance* dell'ente ed all'attività della relativa impresa; talora incidendo sulla delimitazione dei requisiti soggettivi di riferimento, talaltra indicando specifici obiettivi nella realizzazione dell'opera.

Conseguentemente, la formula lessicale «società di progetto» deve ritenersi rappresentativa dello *special purpose vehicle* (nei termini indicati dal disposto dell'art. 156 del d. lgs. 163 del 2006), anche se - sul piano applicativo - essa presenta carattere generico (cui si ricollegano eventuali ulteriori regole volte ad incidere sulla relativa configurazione giuridica).

È evidente, allora, la centralità dello SPV nel contesto della finanza di progetto: esso consente di applicare gli schemi tradizionali del diritto commerciale *in subiecta materia*, facendo sì che l'opera pubblica sia l'*oggetto mediato* del contratto di società. Ciò in quanto, come si è anticipato, la costituzione del veicolo è funzionalmente orientata alla risoluzione di problemi organizzativi di tipo soggettivo (riferibili ai soci), laddove i bandi di gara dovrebbero riguardare solo l'*impresa* a base della società di progetto e, dun-

que, la *realizzazione dell'opera*, nonché la sua rispondenza agli interessi della collettività di riferimento.⁴⁷ In tale premessa, trova ulteriore chiarificazione il rapporto di strumentalità che intercorre tra la «società di progetto» e l'opera di pubblica utilità (inserita negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione).⁴⁸

In sintesi, sembra possibile sostenere che i bandi in parola recano limiti che lo *Spv* deve rispettare, consentendo alla P.A. di incidere sulle possibilità di autodeterminazione dell'ente e dei soci.⁴⁹ Ne consegue la possibilità di raccordare i rischi (di alterazione della funzione societaria) alle opzioni regolatorie previste dal bando di gara; tali rischi solo in parte possono esser mitigati dall'applicabilità, nella fattispecie, della disciplina civilistica. Da qui, l'ulteriore esigenza di un continuo, equo contemperamento tra gli interessi privati (dei soci-aggiudicatari) e quelli di carattere generale (a base del proget-

⁴⁷ Nell'ambito del peculiare rapporto con la pubblica amministrazione, sono dunque evidenti le condizioni di parità nell'accesso al mercato (secondo l'impostazione concorrenziale riveniente dalla partecipazione all'Unione europea) e, al contempo, il tentativo di applicare una regolazione per incentivi (a favore dei promotori dell'operazione).

⁴⁸ Tale considerazione deve esser interpretata nella piena consapevolezza che la riforma del 2008 non si proponeva di spostare gli equilibri del modello di economia mista che qualifica il nostro ordinamento, ma appariva anche in linea con le altre misure anticrisi che sono state adottate nel corso della XVI legislatura; cfr. CAPRIGLIONE *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, cit.; si veda, altresì, FERRARO, *L'evoluzione della politica sugli aiuti di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi economica e finanziaria*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2010, pp. 335 ss.

⁴⁹ A ben considerare, i medesimi limiti circoscrivono anche le operazioni di *project financing* avviate dai privati con la presentazione di proposte relative alla realizzazione in concessione di lavori non presenti nella dell'amministrazione (attraverso l'esercizio della facoltà attribuita dall'art. 153, comma 19, del d.lgs. 153 del 2006). Anche in tale ipotesi, infatti, la proposta del privato - ferma l'esigenza di procedere al riscontro del pubblico interesse da parte dell'amministrazione di riferimento - deve ritenersi destinata a confluire nella programmazione triennale di cui all'art. 128 del d.lgs. 153 del 2006.

to) al fine di evitare che la P.A. pregiudichi - in sede di redazione del bando - la sostenibilità dell'operazione.

5. Project bonds e altre forme di finanziamento del progetto.

Taluni interventi del Governo Monti in materia hanno posto l'accento sulle capacità propria della finanza di progetto di attrarre risorse economiche private, anche di provenienza estera. Ciò, è particolarmente rilevante in un contesto socio-politico orientato verso il miglioramento delle condizioni di investimento, attraverso la rimozione degli ostacoli, la formulazione di possibili soluzioni regolamentari e l'individuazione delle priorità di intervento (in termini di mercati, settori e territori).

Da qui la possibilità di intervenire sulle dinamiche di finanziamento attraverso l'ampliamento degli strumenti emessi dalla società di progetto per sostenere i costi della operazione. Ferma la centralità del piano finanziario, l'introduzione di garanzie specifiche - da parte dei soggetti coinvolti nella realizzazione dell'opera - non solo attribuisce una rilevante veste giuridica al diretto impegno degli *sponsors* e dei promotori dell'iniziativa, ma conferisce valenza patrimoniale allo stesso progetto. Sicché, se per un verso tali garanzie non possono supplire ad eventuali incongruenze nell'andamento dei *cash flows*, per altro le medesime rappresentano un buon incentivo per motivare l'adesione di terzi finanziatori.

Si spiega, in tale logica, la nuova formulazione dell'art. 157, d. lgs. 163 del 2006, nella quale l'emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte della società di progetto viene assoggettata ad una disciplina speciale; a seguito di quest'ultima, si è incentivato l'impiego di capitali privati nella realizzazione di opere pubbliche, orientandolo verso il generale obiettivo di favori-

re la ripresa economica.

Ne consegue un più intenso coinvolgimento del sistema finanziario, che si concretizza in via primaria attraverso l'emissione di *Project bonds* (d. l. nn. 1 e 201 del 2012). Questi, infatti, sono ritenuti strumentali al rilancio degli investimenti infrastrutturali diretti alla crescita dell'economia reale.⁵⁰ Sicché, al presente, la disciplina della finanza di progetto consente agli organizzatori di ridurre gli oneri di finanziamento, sia in termini di tasso di interesse passivo, sia con riguardo al costo delle commissioni.

Con riguardo, poi, alle garanzie occorre rilevare che l'emissione dei *project bonds* precede l'ottenimento dei provvedimenti amministrativi necessari all'avvio dei lavori; essa soggiace, quindi, al rischio riveniente da ogni possibile, eventuale ritardo che posponga l'avvio dello sfruttamento economico dell'opera.⁵¹ Di tale rischio è ben consapevole il legislatore, il quale prevede una specifica cautela (valida sino all'*incipit* della gestione) che si sostanzia nella concessione di garanzie - irrevocabili, incondizionate e stipulate in forma scritta - da parte del sistema finanziario, di fondazioni o fondi privati (come previsto dal D. M. MEF, 7 agosto 2012).

È, quindi, evidente la diversità del ruolo di tali garanzie rispetto ai *cash flows* indicati nel piano finanziario, cui resta il compito esclusivo di remune-

⁵⁰ Cfr., per una prima disamina della problematica indicata nel testo, POLICE, *Infrastrutture, Crisi economica e ruolo del Project Financing e dei Project Bonds*, in *Munus*, 2013, pp. 221 ss.

⁵¹ È appena il caso di evidenziare il superamento di talune problematiche relative al finanziamento delle opere pubbliche mediante emissione di obbligazioni con garanzia ipotecaria; cfr. GARRI, *Project financing e performance bond. Brevi riflessioni su due strumenti innovativi e opportunità per lo sviluppo del paese nella nuova legge sui lavori pubblici*, in *Appalti urbanistica edilizia*, 1999, pp. 259 ss.; TARDIVO, *Garanzia ipotecaria ed emissione di obbligazioni nel project financing*, in *Rivista Amministrativa della Repubblica Italiana*, 1999, pp. 105 ss.

rare i finanziatori.

È evidente come i *Project bonds* siano disciplinati in modalità derogatorie rispetto alle generali forme di regolazione previste dall'ordinamento per l'emissione di azioni ed obbligazioni. La nuova disciplina consente elevati livelli di leva finanziaria in una fase - quella di costruzione dell'opera - in cui i flussi di cassa del progetto sono negativi; correlata a tale costruzione, si configura la scelta normativa di riservare la sottoscrizione delle azioni dello Spv ai soggetti che effettivamente partecipano stabilmente al progetto, laddove le obbligazioni tradizionali sono riservate ai finanziatori che intendono intervenire dopo il completamento dell'opera.

A ben considerare, la sottoscrizione delle azioni (della società di progetto) consente di realizzare un legame particolare tra gli aggiudicatari della gara e, dunque, di ammettere al governo societario solo gli operatori interessati ai diritti partecipativi (ai sensi dell'art. 2348, secondo comma, c.c.).⁵² Per converso, l'opzione di deferire l'emissione di obbligazioni ad un periodo successivo appare in linea con la previsione di un'operazione di ristrutturazione del passivo, da effettuare dopo il completamento dei lavori e l'avvio della gestione (ovviamente procedendo all'emissione di titoli particolarmente sicuri perché relativi ad un'opera già realizzata); tali titoli sono destinati a sostituire i *Project bonds* originariamente emessi (i quali, una volta completata l'opera, non sono più muniti delle garanzie di cui all'art. 157, d. lgs. 163 del 2006).

Ciò posto, occorre soffermarsi sulle soluzioni offerte dagli strumenti fi-

⁵² Ciò non esclude che anche un eventuale ampliamento della compagine sociale - e, in particolare, l'ingresso di soci finanziatori - debba ritenersi conforme all'impostazione generale del *project financing*, in linea con i principi commerciali di riferimento; cfr. DELLA PORTA - SANTARELLI, *Project Financing e concessione di lavori pubblici. Spunti casistici*, in *I Contratti dello Stato e degli Enti pubblici*, 2011, pp. 145 ss.

nanziari partecipativi previsti dal codice civile (art. 2346).⁵³ In particolare, viene in considerazione la possibilità di riconoscere una forma attenuata di partecipazione all'organizzazione sociale dello Spv in grado di colmare la discontinuità rispetto alla posizione del socio ed a quella degli altri soggetti che intervengono nell'operazione. Ciò, sul piano economico, migliora l'efficienza del progetto, mentre sul piano giuridico consente di *organizzare* non solo la posizione dei soci, ma anche quelle degli operatori del *project financing*.

Ed invero, i titoli in parola appaiono particolarmente congrui rispetto ai meccanismi della finanza di progetto (la quale si giova di un'ulteriore via per l'acquisizione di risorse, senza sopportare gli oneri dell'intermediazione creditizia). Tuttavia, la possibilità di ammettere l'intervento di soggetti privati mediante l'apporto di mezzi (in denaro o in natura) utili all'operazione pone dubbi di specifico rilievo.⁵⁴

Va, infatti, tenuto presente che il 'Codice dei contratti pubblici' non interviene sul rapporto in parola; in esso non sono indicati i contenuti del disciplinare di gara, né sono fissati i limiti entro cui determinare i diritti ed la tipologia degli strumenti finanziari partecipativi. Ma v'è di più. Manca una deroga al limite sancito in via generale dall'art. 2412 c.c. (al quantitativo di strumenti emettibili), in quanto la formulazione testuale dell'art. 157 del d. lgs. 163 del 2006 non consente di estendere *tout court* la deroga ivi contemplata (per «obbligazioni e titoli di debito») anche agli strumenti finanziari

⁵³ Cfr. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma...*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2005, I, pp. 673 ss.

⁵⁴ Si individua, infatti, la premessa per la riproposizione del noto problema del rapporto tra la fattispecie societaria e l'associazione in partecipazione, che nel 1942 venne risolto sancendo una netta distinzione tra le due nozioni; cfr. PREITE, *Associazione in partecipazione e società: una distinzione difficile*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1982, pp. 433 ss.

partecipativi in parola.⁵⁵

È evidente, pertanto, che non viene in considerazione unicamente il tradizionale problema della detenzione degli strumenti finanziari partecipativi (e, dunque, della possibilità di acquisire - per il loro tramite - una interesse nella società che li ha emessi). Ciò che rileva è piuttosto la verifica dell'efficienza dell'emissione di cui trattasi (la quale, oltre ad incrementare la complessità giuridica della fattispecie, aumenta in concreto la dimensione della raccolta di risorse da destinare all'opera). In altri termini, resta insoluta la questione relativa alla incidenza di tali prodotti finanziari sul mercato di riferimento (*i.e.* il dubbio se essi *cannibalizzano* le quote di sottoscrittori precedentemente interessati alle azioni).

A fronte di tale possibilità, la P.A. non sembra possa esimersi dal valutare i riflessi giuridici di un patrimonio sociale complesso (finanziato tramite l'emissione di azioni, strumenti finanziari e *project bonds*) sullo schema generale del progetto. Essa, dunque, dovrebbe preliminarmente chiarire quale siano gli interessi generali (a base dell'opera in progetto) al fine di evitare illegittime prevaricazioni dell'interesse partecipativo dei soggetti aggiudicatari.⁵⁶

Da qui una prima conclusione. La disamina della possibilità di reperire i fondi necessari al progetto induce a ritenere che la S.p.A. sia la veste più a-

⁵⁵ In altri termini, un'interpretazione conservativa porterebbe ad escludere la possibilità di emettere tali strumenti oltre i limiti previsti dall'art. 2412 c.c., in applicazione dell'art. 2411 c.c., ultimo comma.

⁵⁶ Quanto indicato nel testo deve ricollegarsi alla considerazione secondo cui ai titolari di strumenti partecipativi possono essere riconosciuti i poteri indicati nell'ultimo comma dell'art. 2351 c.c.; cfr. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, op. cit., loc. cit.; ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, pp. 166 ss.

deguata per uno *special purpose vehicle* che intenda relazionarsi in via diretta col mercato dei capitali. Per quanto concerne, invece, la Società a responsabilità limitata è evidente che la sua costituzione appare destinata a supportare iniziative che prendono a riferimento un numero definito e contenuto di soggetti; ciò in quanto ogni partecipazione alla S.r.l. potrà determinare l'assunzione di un ruolo significativo solo ai soci, mentre ascriverà una posizione di estraneità (rispetto all'organizzazione) agli altri soggetti che intervengono nell'operazione di *project financing*.

Nel delineato contesto, le azioni (e gli altri titoli partecipativi) realizzano una convergenza di interessi (riferibili a posizioni differenziate e, talora, apparentemente parallele), laddove la capacità di finanziamento di una nuova iniziativa risulta legata alla sostenibilità dell'operazione e, dunque, alla dinamica dei *cash flows* del progetto.

Va da sé che la possibilità di modificare unilateralmente il piano finanziario appare incompatibile con il predetto sistema di accesso al mercato dei capitali; ragion per cui contrasta con la logica ordinatoria della materia ogni tentativo di procedere a nuove emissioni di *project bonds* (come previsto dal menzionato «Decreto del fare») in vista del rifinanziamento di un debito precedentemente contratto.

Ed invero, ne sarebbe pregiudicata la stabilità della singola operazione ed al contempo minata la fiducia degli operatori nella capacità della P.A. di operare in condizioni di parità con i privati. Pertanto, solo nel rispetto di detta condizione diviene possibile perseguire al meglio l'originario obiettivo del Governo e, cioè, il rilancio di investimenti privati in infrastrutture al fine di sostenere lo sviluppo del Paese (mediante la tecnica del *project financing* e, dunque, superando l'oneroso sistema del credito bancario alle opere pubbliche previsto dall'art. 42 del d.lgs. 385 del 1993).

6. La bancabilità del progetto e le altre novità del «Decreto del fare».

Gli intermediari bancari rivestono primario rilievo nell'organizzare e sponsorizzare l'avvio di un'iniziativa di *project financing*, contribuendo alla creazione del *network* che coordina l'afflusso dei capitali (dal mercato al progetto) e garantisce la sostenibilità del piano finanziario (a base dell'operazione). Ovviamente, oltre a ciò, un intermediario può anche intervenire direttamente nel finanziamento dell'impresa (affidando il progetto, erogando linee di credito od anche partecipando al capitale dello *Spv*).

In passato, la finanza di progetto prevedeva forme di coinvolgimento degli intermediari creditizi limitate ad una funzione consultiva ed ad una valutazione economico-finanziaria del progetto (apparentemente idonea a mettere in evidenza i rischi di inutile dispendio risorse pubbliche e le possibilità di attrarre investimenti privati). Alle banche si richiedeva, dunque, un servizio di asseverazione, piuttosto che un'attività creditizia di tipo tradizionale.

Tale impostazione è apparsa criticabile per il potenziale rischio di favorire un esonero di responsabilità da parte della P.A. A tali critiche faceva riscontro un elevato tasso di progetti destinati a rimanere inevasi a causa di un limitato coinvolgimento delle banche. Conseguentemente, sono apparsi preferibili modelli che - attraverso obblighi previsti nel *disciplinare di gara* - determinano elevati livelli di condivisione delle responsabilità tra intermediari, operatori privati ed enti pubblici.⁵⁷ Ciò ha indotto il legislatore ad intervenire al fine di chiarire le implicazioni della «bancabilità del progetto».

Si spiega in tal modo la modifica del Codice dei contratti pubblici, ad opera del citato «Decreto del fare», che ha introdotto nuove dinamiche di

⁵⁷ Cfr. LEMMA, *La riforma della finanza di progetto*, cit., p. 155

coinvolgimento del sistema bancario nell'operazione (artt. 144, commi 3 *bis*, 3 *ter* e 3 *quater*, e 153, comma 21 *bis*, d. lgs. 163 del 2006), al presente decisamente indirizzato verso la compartecipazione all'investimento delle banche (attraverso l'assunzione di un impegno diretto).⁵⁸

Nel collegare la stabilità dell'operazione alla trasparenza dell' informativa resa in sede di gara, la disciplina speciale rimette alla valutazione della P.A. la verifica di tali elementi e, dunque, la concreta individuazione dell' *appetibilità* del progetto per il sistema bancario. Non si impone, dunque, solo l'individuazione di rendimenti e *cash flows* (in grado di remunerare adeguatamente i finanziatori), ma la configurazione di un profilo di rischio compatibile con quello assumibile dai soggetti che raccolgono il risparmio tra il pubblico.

In definitiva, può dirsi che la regola della bancabilità prescrive contratti di finanziamento e titoli che - una volta entrati a far parte del patrimonio di una banca - siano compatibili con le regole di *capital adequacy* previste dagli Accordi di Basilea. Da qui, la nuova esigenza di prevedere, nel progetto (o, meglio nelle relative rendicontazioni contabili), *buffers* anticiclici ed altri meccanismi prudenziali volti ad evitare il trasferimento al sistema bancario di rischi sistemici o di altre negatività che possono rallentare la realizzazione dell'opera.⁵⁹

A ben considerare si versa in presenza di valutazioni destinate ad inci-

⁵⁸ Orienta in tal senso l'esplicito riferimento del testo normativo, il quale impone alla P.A. di definire lo schema di contratto ed il piano economico finanziario (allegati al bando di gara) «in modo da assicurare adeguati livelli di bancabilità» (art. 144, comma 2 *bis*, d. lgs. 153 del 2006).

⁵⁹ Sui pericoli per il sistema bancario rivenienti dalla *prociclicità* dei valori contabili, cfr. LEMMA, *L'applicazione del Fair Value alle banche: problematiche giuridiche e soluzioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2006, I, pp. 723 ss.

dere anche sul criterio della condivisione delle responsabilità tra pubblico e privati. Deve, quindi, ritenersi opportuna la facoltà - prevista per la P.A. - di indire una consultazione preliminare con gli operatori del settore «al fine di verificare l'insussistenza di criticità ... sotto il profilo della finanziabilità». Trattasi di una consultazione (introdotta dal predetto d. l. 69 del 2013, mediante modifica dell'art. 144, comma 2 *bis*, d. lgs. 153 del 2006) cui dovrà far seguito un eventuale adeguamento degli atti di gara; analogamente deve dirsi per l'altra facoltà - spettante ai privati - di presentare (insieme all'offerta) una «dichiarazione sottoscritta da uno o più istituti finanziatori di manifestazione di interesse a finanziare l'operazione» (art. 144, comma 2 *ter*, d. lgs. 153 del 2006).

Consultazioni preliminari e manifestazioni d'interesse sono, dunque, elementi che non esauriscono la loro valenza nel rapporto tra P.A. e operatori privati, ma si estendono a condizionare la dinamica degli investimenti infrastrutturali. Non si versa in presenza di una limitazione della libertà discrezionale sottesa all'esercizio del potere amministrativo, quanto piuttosto di verificare se il progetto è in grado di realizzare effetti economici positivi (e, dunque, di agevolare l'avvio delle operazioni necessarie per assicurare una crescita sostenibile al nostro Paese).

In tal senso orienta anche l'opzione normativa - disposta dall'art. 144, comma 3 *quater*, d.lgs. 153 del 2006 - volta a prevedere la risoluzione del rapporto con i privati - ma non l'abbandono del progetto - in caso di mancato reperimento dei finanziamenti necessari a sostenere l'operazione (e, dunque, di mancata sottoscrizione del contratto di finanziamento ovvero insufficiente collocamento delle obbligazioni).⁶⁰

⁶⁰ Appare utile precisare che la norma prevede la possibilità di un termine, fissato dal bando medesimo entro un arco temporale non superiore a ventiquattro mesi successivi

Significativa, in tale contesto, è anche la possibilità che i fondi raccolti non siano restituiti ai privati, ma possano esser impiegati per la realizzazione di una porzione dell'opera suscettibile di essere considerata autonomamente sul piano tecnico ed economico (cd. «stralcio funzionale»). Deve, pertanto, ritenersi che, in quest'ipotesi, si costituisce un rapporto con la P.A. circoscritto dalle regole necessarie alla realizzazione ed alla gestione della porzione realizzabile; ciò, con evidente risparmio delle attività precedentemente svolte (nella pianificazione dell'operazione e nell'esecuzione della gara).

Si versa in presenza di un intervento che, sulla base di considerazioni ancorate alla razionalità economica, appare in grado di sostenere il flusso del credito verso le attività produttive - da realizzarsi anche attraverso la diversificazione delle forme di accesso delle imprese ai finanziamenti - in linea con le raccomandazioni europee rivolte all'Italia nel 2013 (cui il «Decreto fare» ha cercato di dare riscontro).⁶¹

A ben considerare, l'intervento in parola sconta i limiti di un' articolazione territoriale (riveniente dal riparto delle competenze disposte dal Titolo V della Costituzione) non sempre in grado di mettere a disposizione di un'operazione di *project financing* le risorse necessarie. A tali mancanze potrebbe corrispondere un intervento della «Unità Tecnica per la Finanza di Progetto», la quale potrebbe esser impegnata in attività di consulenza (da mettere a disposizione dei competenti uffici territoriali) volta a superare i

alla data di approvazione del progetto definitivo.

⁶¹ Sempre più il legislatore valorizza l'aspetto *mercatorio* della finanza di progetto. Numerosi, infatti, sono gli aspetti funzionalisti di tale approccio, che - a ben considerare - più propriamente si configura come quello dell'organizzazione capitalistica della produzione e del lavoro, piuttosto che di un ente politico; cfr. *Raccomandazione del Consiglio sul programma nazionale di riforma 2013 dell'Italia e che formula un parere sul programma di stabilità dell'Italia 2012-2017*, COM(2013)362 final, 29 maggio 2013.

predetti limiti organizzativi degli enti locali e, quindi, ad evitare situazioni di *impasse* che sprechino opportunità e risorse.

Nel delineato contesto, tuttavia, solo la perizia di singoli amministratori locali, può attivare relazioni bilaterali con l'Unità tecnica al fine di promuovere la standardizzazione di procedure, la predisposizione di documenti e contratti, nonché la diffusione delle *best practices* di settore.

7. Conclusioni.

Alla luce delle considerazioni che precedono appare possibile ritenere che il «Decreto del Fare» incentiva le operazioni di partenariato pubblico, valorizzando il contesto nel quale esse trovano esecuzione e promuovendo un migliore coinvolgimento degli investitori. A ciò si accompagna un giudizio di favore per le nuove regole di contrasto delle inefficienze della progettazione (e, più in generale, dell'attività preliminare di competenza della P.A.), nonché per il tentativo di risolvere specifiche problematiche relative al reperimento di risorse finanziarie (sul mercato o nei circuiti creditizi).

Come si è visto, numerose sono le possibilità offerte dai *Project bonds*, in considerazione del ruolo da essi svolto, durante la fase iniziale, nel finanziamento dell'operazione. Ciò, soprattutto in ragione della loro capacità di attrarre verso il nostro Paese investimenti esteri di soggetti che ricercano specifici obiettivi di rendimento e garanzia (caratterizzati da una componente reale sottostante).

Non v'è dubbio che, in presenza di investimenti mirati, lo *special purpose vehicle* assume centralità rispetto agli interessi coinvolti nella realizzazione dell'opera, divenendo difficile ipotizzare progetti che non convogliano

verso tale ente i flussi di cassa a base dell'operazione.⁶² Da qui un prevedibile, auspicabile intervento legislativo volto a definire modelli evoluti di società progetto (nei quali siano previste funzioni dedicate all'attività di *internal control*, di *risk management* e di *compliance* necessarie per relazionarsi in modalità efficienti con i mercati internazionali), mediante l'adozione di regole di trasparenza e stabilità nella *governance* (in linea con le contingenti esigenze del disegno organico tracciato dalla riforma del 2008).

Resta, pertanto, fermo l'auspicio che un ulteriore intervento del legislatore possa migliorare il quadro normativo di riferimento, affinando i meccanismi regolatori a base della tecnica in parola e, dunque, favorendo l'implementazione di operazioni in grado di coniugare l'impiego di risorse private, la realizzazione di infrastrutture pubbliche e l'applicazione di formule gestionali efficaci (a livello allocativo) ed efficienti (sul piano finanziario).

⁶² A ben considerare, l'orientamento della finanza di progetto verso i mercati internazionali dei capitali rende auspicabile l'adozione di una direttiva europea di armonizzazione delle regole in materia di *project financing*. È in tale ambito normativo, infatti, che si deve procedere alla costruzione di una base normativa uniforme per l'avvio di una politica infrastrutturale europea che sia in grado di raggiungere gli obiettivi di crescita posti a base della strategia 'Europa 2020' anche attraverso l'impiego di risorse private.