

**Serie L - Professionale**

---

**Massimiliano Spagnuolo**

# **Il Project Financing e il Partenariato Pubblico Privato**

EDIZIONI GIURIDICHE  
**SIMONE**<sup>®</sup>

Gruppo Editoriale **Simone**

TUTTI I DIRITTI RISERVATI

Vietata la riproduzione anche parziale

Tutti i diritti di sfruttamento economico dell'opera appartengono alla SIMONE S.p.A.  
(art. 64, D.Lgs. 10-2-2005, n. 30)

Redazione e revisione del testo: dott.ssa Carla Buffolano

*Il catalogo aggiornato è consultabile sul sito Internet: [www.simone.it](http://www.simone.it)*

*L'elaborazione del testo, anche se curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità per eventuali involontari errori o inesattezze*

---

Finito di stampare nel mese di ottobre 2017  
da «MultiMedia» - V.le Ferrovie dello Stato Zona Asi - Giugliano (NA)  
per conto della SIMONE S.p.A. - Via F. Russo, 33/D - 80123 - Napoli

Grafica di copertina a cura di Giuseppe Ragno

## PREMESSA

La *necessità di individuare nuove forme di realizzazione e gestione di opere e di servizi pubblici* deriva dalle mutate esigenze del mercato e dalla modificazione del ruolo del soggetto pubblico, che sempre più spesso valuta l'opportunità del coinvolgimento del capitale privato in tali ambiti applicativi. A ciò si aggiunga che la continua *crescita del debito pubblico* e la pervicace scarsità di risorse ha determinato, a livello nazionale ed internazionale, il **diffondersi di forme di partenariato tra soggetti pubblici e privati**, espressione del fondamentale *principio di sussidiarietà orizzontale* di cui all'art. 118 Cost.

Con il termine Partenariato Pubblico Privato (PPP) ci si riferisce, dunque, alle diverse forme di **cooperazione possibile tra settore pubblico e settore privato** per determinare un'integrazione delle rispettive competenze e risorse, al fine di garantire il finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione o la manutenzione di un'infrastruttura o di un servizio: il *project financing*, *species* del *genus* più ampio del partenariato pubblico privato, rappresenta il più conosciuto e diffuso *modello di cooperazione pubblico-privata per la realizzazione di opere pubbliche*.

Nel manuale, attraverso l'analisi dei principali articoli del Codice dei Contratti Pubblici (**D.Lgs. 50/2016, come modif. dal D.Lgs. 56/2017**) — riportati anche in un'apposita *appendice normativa* di chiusura del libro — si è partiti dall'analisi dell'istituto del partenariato pubblico privato in generale, per poi approfondire il *project financing* (*natura giuridica, caratteristiche, procedimento, attuazione*) e altri istituti di partenariato pubblico privato presenti nell'ordinamento giuridico nazionale (es. *sponsorizzazione, locazione finanziaria*) e nella prassi internazionale (es. *contracting out, service contract, build operate and transfer*).

Il libro, quindi, rappresenta un ottimo *strumento di approfondimento* della materia, oltre che dal *punto di vista teorico e manualistico*, anche da un *punto di vista pratico*, data l'attenzione rivolta alle problematiche concrete connesse agli istituti trattati, anche tramite l'inserimento nel testo di numerosi *box di approfondimento* con esempi pratici.

*A Riccardo, l'ultimo dono che ha riempito di gioia i nostri cuori.*

Ottobre 2017

L'Autore



## Il *project financing*

### SOMMARIO

2.1 Il *project financing*: definizioni e caratteristiche. - 2.2 La società di progetto. - 2.3 I principi riguardanti la finanza di progetto. - 2.4 La struttura finanziaria. - 2.5 Il debito. - 2.6 Il rafforzamento del credito. - 2.7 Il *project financing* e l'amministrazione consensuale.

### 2.1 Il *project financing*: definizioni e caratteristiche

#### 2.1.1 Definizioni

Il *project financing* (finanza di progetto), quale *species* del *genus* più ampio del partenariato pubblico privato (PPP), **rappresenta il più conosciuto e diffuso modello di cooperazione pubblico-privata per la realizzazione di opere pubbliche.**

Esso nasce nei paesi anglosassoni come tecnica finanziaria innovativa volta a rendere possibile il finanziamento di iniziative economiche sulla base della valenza tecnico-economica del progetto piuttosto che sulla capacità autonoma di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa.

Secondo la definizione più diffusa, il *project financing* consiste in un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica, nella quale un finanziatore fa affidamento, sin dallo stadio iniziale, sul flusso di cassa (*cash flow*) e sugli utili dell'unità economica in oggetto, come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell'unità economica come garanzia collaterale del prestito (1).

**Definizione dottrinale di *project financing***

Per altri, invece, il *project financing* è uno schema *multi - contrattuale* invalso nella prassi del commercio internazionale, che designa una **particolare forma di finanziamento di progetti industriali di grosse dimensioni**, con ripartizione dei rischi tra una molteplicità di soggetti (2).

(1) K.P. NEVITT, *Project financing*, V ed., Londra, 1989, 3, trad. P. DE SURY, Roma 1988.

(2) U. DRAETTA, *Il Project financing nella prassi del commercio internazionale*, in *Dir. Comm. Int.*, 1994, 495.

Dal punto di vista economico, è una *tecnica finanziaria* costituita da un pacchetto di prodotti e servizi bancari e finanziari avente lo **scopo di realizzare una nuova attività produttiva**, in forma d'impresa autonoma, attraverso opportune allocazioni dei rischi e dei corrispondenti rendimenti tra soggetti a vario titolo coinvolti nell'operazione (3).

Quindi, da questo angolo prospettico, il progetto viene valutato dai finanziatori principalmente per la sua capacità di generare flussi di cassa, che costituiscono la garanzia primaria per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio, attraverso un'opportuna contrattualizzazione delle obbligazioni delle parti che intervengono nell'operazione.

### Impossibilità di definizione giuridica

**Dal punto di vista giuridico**, è impossibile **dare una definizione unitaria** di tale figura a causa della sua assenza quale autonomo istituto giuridico: in molti, infatti, attribuiscono al *project* la natura di «collante», di collegamento tra una pluralità di contratti tipici, come quello di *fornitura*, di *appalto*, di *finanziamento*, di *garanzia*, di *società*, di *concessione e gestione di opera pubblica*, di *concessione di servizi*; a ciò si aggiunga che il *project* vede anche il coinvolgimento di atti non negoziali, quali provvedimenti amministrativi e accordi amministrativi. Il *project* è, allora, un istituto che si pone tra il diritto comune e il diritto amministrativo, quale *tecnica di finanziamento di opere pubbliche* (4), il cui rimborso viene, principalmente, garantito dai flussi di cassa (*cash flow*) che il progetto sarà in grado di generare. Già da queste prime indicazioni si comprende, quindi, come la fase di gestione dell'opera costituisce elemento di primaria importanza, in quanto soltanto una gestione efficiente e qualitativamente elevata consente di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito e a remunerare gli azionisti.

### Definizione giurisprudenziale

Recentemente, il Consiglio di Stato ha definito il *project financing* come una *tecnica finanziaria* che, da una parte, consente la realizzazione di opere pubbliche senza oneri finanziari per la Pubblica Amministrazione e, dall'altra, si sostanzia in un'operazione di finanziamento di una particolare attività economica idonea ad assicurare una fonte di utili, in grado di consentire il rimborso del prestito e la gestione proficua dell'attività stessa; in altri termini, **l'attività economica promossa deve avere la capacità di autofinanziarsi**.

I motivi del gran successo che questa **forma di collaborazione tra pubblico e privato** sta riscuotendo sono da individuare nei grandi benefici che ne possono trarre il settore pubblico, quello privato e l'utenza, e soprattutto nella possibilità di assicurare **servizi migliori ad un costo più basso per il contribuente**.

Tale obiettivo, però, deve essere perseguito nel rispetto dei principi di derivazione comunitaria in materia di concorrenza.

### 2.1.2 Caratteristiche

La caratteristica essenziale del *project financing* è quella di **porre a carico dei soggetti** promotori o aggiudicatari, in tutto o in parte, i costi necessari alla progettazione ed ese-

(3) C. SALVATO, *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti*, in U. DRAETTA – C. VACCA, *Il project financing – caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, 1997, 5.

(4) Qualunque tipologia di opera pubblica, secondo le precisazioni recate dal D.Lgs. n. 19-4-2017, n. 56.

cuzione dei lavori, assicurando loro, come *unica controprestazione*, il diritto di gestione funzionale e sfruttamento economico delle opere realizzate (5).

La struttura finanziaria in un *project finance* deve essere progettata in modo tale da ottimizzare i costi del finanziamento necessario per il progetto e deve, inoltre, evidenziare l'allocazione di rischi tra il settore pubblico e quello privato, così come definita nel contratto. Inoltre, deve assicurare una buona gestione dei rischi finanziari e degli altri rischi tra gli azionisti del *partner* privato, i promotori e i finanziatori.

Questo dovrebbe assicurare all'Amministrazione che il *partner* privato sia efficacemente incentivato e abbia i titoli per gestire con tempismo i problemi che possono emergere nella vita del progetto.

La struttura di *project finance* deve, in modo concreto e in ampia misura, **far sì che gli interessi** dei finanziatori principali del progetto e quelli dell'Amministrazione **collimino**, vale a dire che vi sia l'esigenza, per entrambe le parti, che il progetto vada a buon fine per soddisfare i loro obiettivi.

Se ciò avviene, l'Amministrazione può dirsi sicura del fatto che i finanziatori assumeranno su di sé gran parte dell'onere di garantire la continua prestazione del progetto.

Questo costituisce un elemento chiave del **trasferimento del rischio dal settore pubblico a quello privato** nelle operazioni di *project*.

## 2.2 La società di progetto

---

L'utilizzo del *project financing* comporta alcune specifiche implicazioni dal punto di vista organizzativo e contrattuale. **Il finanziamento**, infatti, **non è diretto ad un'impresa preesistente bensì va a beneficio di una società di nuova costituzione** («società di progetto» o anche «SPV» - *Special Purpose Vehicle*), la cui esclusiva finalità è la realizzazione e la gestione del progetto stesso.

La società di progetto è un'entità giuridicamente distinta da quella del/i promotore/i del progetto, con la conseguente separazione dei flussi generati dal progetto da quelli relativi alle altre attività del promotore.

Il duplice risultato è che, in caso di fallimento del progetto, il finanziatore non potrà rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto e, simmetricamente, in caso di fallimento del promotore, la società di progetto continuerà ad esistere perseguendo le proprie finalità (6).

Inoltre, la costituzione di una SPV consente agli enti finanziatori l'applicazione di formule di controllo molto stringenti e l'imposizione di vincoli contrattuali e societari necessari alla strutturazione di un'operazione di *project financing*.

**Finalità della società di progetto**

**... che succede in caso di fallimento del progetto o di fallimento del promotore?**

---

(5) T.A.R. Veneto, Sez. I, 1295/2010.

(6) Dal punto di vista concettuale, la creazione della società di progetto può essere assimilata all'istituto dei *patrimoni destinati ad uno specifico affare*, la cui disciplina è regolata dagli artt. 2447bis e ss. c.c.: definendo un principio simile a quello del *ring fence* sopra citato, l'art. 2447quinquies, co. 3, c.c., infatti, stabilisce che, qualora non disposto diversamente, «per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato».

**Caratteristiche**

Per quanto riguarda le caratteristiche dell'istituto in esame, è possibile sintetizzarle come segue:

- il progetto è *valutato* dai finanziatori principalmente (ma non esclusivamente) per la sua **capacità di generare flussi di cassa**;
- i *flussi di cassa*, connessi alla gestione del progetto, costituiscono la **fonte primaria per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio**;
- al fine di *isolare* i suddetti *flussi di cassa* dalle altre attività degli azionisti (*ring fence*), è costituita un'apposita **società di progetto** che ha il **compito di sviluppare l'iniziativa e di beneficiare delle risorse finanziarie necessarie alla sua realizzazione**;
- la *fase di gestione dell'opera* costituisce elemento di *primaria importanza* (al pari della sua costruzione), in quanto soltanto una **gestione efficace e qualitativamente elevata** consente di generare i flussi di cassa necessari a soddisfare banche ed azionisti;
- le principali *garanzie connesse all'operazione* sono di **natura contrattuale** piuttosto che di natura reale;
- la *struttura dell'operazione* è definita a seguito di un **processo di negoziazione** tra i diversi soggetti coinvolti (azionisti, banche, controparti commerciali) in merito alla ripartizione dei rischi dell'iniziativa tra i diversi partecipanti.

La **società di progetto subentra a titolo originario al concessionario**, o realizzatore (di solito finisce per coincidere con il promotore) e ad essa è affidata la gestione dell'opera una volta realizzata.

**Art. 184 D.Lgs. 50/2016**

Il D.Lgs. 50/2016 (art. 184, co. 1) stabilisce che il bando di gara per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di un'infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità deve prevedere che l'aggiudicatario ha la facoltà (o l'obbligo, se previsto dal bando di gara), dopo l'aggiudicazione, di costituire una **società di progetto in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile** (ove il bando non contempli tale facoltà, la dottrina ritiene imperativa la previsione codicistica, con conseguente etero - integrazione del bando *ex lege*) (7).

**Il subentro della società costituisce cessione del contratto?**

La società subentra nel rapporto di concessione *senza che ciò configuri cessione del contratto* e senza necessità di autorizzazioni o approvazioni (8): tale fattispecie costituisce un'**ipotesi eccezionale e derogatoria rispetto al principio generale di incedibilità dei contratti pubblici e di immodificabilità soggettiva dell'aggiudicatario selezionato con procedura ad evidenza pubblica** (9). Inoltre, al fine di realizzare una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità, analogamente a quanto previsto per le società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. *eee*), D.Lgs. 50/2016, può emettere obbligazioni e titoli di debito non più previa autorizzazione dell'organo di vigilanza e anche in deroga ai limiti fissati dal Codice civile (10), purché destinati alla sottoscrizione da parte di investitori qualificati (11).

(7) Il bando di gara indica anche l'*ammontare minimo* del capitale sociale della società.

(8) In caso di concorrente costituito da più soggetti, nell'offerta è indicata la quota di partecipazione al capitale sociale di ciascun soggetto.

(9) Art. 105 D.Lgs. 50/2016, modif. dal D.Lgs. 56/2017.

(10) Art. 2412 c.c. (*Limiti all'emissione*).

(11) Tali investitori sono definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie. In ogni caso, sono inclusi, tra tali investitori qualificati, anche le società e gli altri soggetti giuridici controllati da investitori qualificati ai sensi dell'art. 2359 c.c.