

# Project financing, uno strumento utile

**Autore:** Palladino Giovanni

**In:** Diritto civile e commerciale

Indice

1  
introduzione

2

l'origine storica

3

elementi principali del project financing

4

l'esperienza in Italia

5

i soggetti coinvolti: gli sponsors e la società di progetto

6

le banche

7

il costruttore e il gestore

8

i consulenti (in particolare quelli legali)

9

conclusioni

elenco degli autori

## 1.introduzione

Il project financing può essere definito come raccolta di fondi per finanziare un progetto d'investimento di capitale, in cui chi procura fondi si preoccupa principalmente del flusso di cassa derivante dal progetto quale fonte per ripagare il debito e provvedere al ritorno economico del capitale investito nel progetto.

La sua origine può essere rinvenuta già nel tredicesimo secolo quando la Corona Inglese chiese un prestito a Frescobaldi, uno dei principali banchieri commerciali del periodo, per finanziare le miniere di argento del Devon[1]. Essi architettarono un piano di prestito simile a quello che oggi chiamiamo prestito per il pagamento della produzione. Da quel momento una grande varietà di investimenti hanno cominciato ad essere finanziati con il project financing comprese condutture, raffinerie, generatori di corrente elettrica, progetti idroelettrici, miniere... e molti altri.

Le esperienze di project financing sono risorte negli anni '80, quando fu usato frequentemente per finanziare generatori ed altre forme di produzione di energia. Che il project financing è una grande promessa si è realizzato negli anni '90, quando lo si è utilizzato come mezzo per costruire enormi infrastrutture in paesi sottosviluppati e, specialmente, in mercati emergenti.

Nel capitolo secondo, ove si dà una definizione del fenomeno, vengono tracciati i profili storici della finanza di progetto e si cerca di fornire un quadro previsionale delle prospettive di sviluppo, in Italia, di tale metodo di finanziamento.

Il project financing è oggi un fenomeno ben noto e consolidato nella pratica degli affari internazionali, dotato di una tipicità sociale ampiamente riconosciuta e indiscussa nel mondo della finanza. Essendo stato elaborato dalla cultura anglosassone fa ampio uso di strumenti e concetti di common law[2] e di un bagaglio contrattuale suo proprio che può dirsi ampiamente tipizzato. Tenendo conto di tale origine si pone il problema del suo inquadramento e della sua lettura nel nostro ordinamento giuridico.

Questo, naturalmente, ci aiuterà sicuramente a capire, se e quanto, il p.f. si può rilevare utile alle imprese per realizzare meglio i propri obiettivi e attuare appieno gli interessi pubblici nella realizzazione delle

opere, ma soprattutto comprendere come e perchè siffatto strumento non ha ancora avuto una larga diffusione in Italia e quale percezione di esso ne hanno avuto gli operatori del settore.

## 2. l'origine storica

Il problema della copertura dei fabbisogni finanziari a medio-lungo termine delle imprese in Italia è stato storicamente risolto mediante mutui[3] erogati dagli Istituti di credito speciale. La prevalenza di questa forma di finanziamento rispetto ad altre è dipesa dalle caratteristiche del nostro sistema industriale, legato all'impresa familiare[4], che mal si prestavano ad un generale ricorso alla Borsa Valori[5]. Neppure le caratteristiche del sistema finanziario, dominato dalle banche pubbliche, hanno contribuito ad incentivare lo sviluppo del mercato mobiliare[6].

Le imprese hanno privilegiato i finanziamenti a medio-lungo termine e fulcro di questo sistema di finanziamento

sono stati gli Istituti di credito speciale che, per lungo tempo, hanno svolto adempimenti in parte tipici della valutazione del merito creditizio e in parte tipici delle pratiche amministrative. "La banca operava in proprio, ma con connotazioni pubblicistiche a causa dell'attività di mandatario dei poteri statuali e quindi meno libera di operare secondo criteri discrezionali nella valutazione del merito creditizio"[7].

I mutui erogati dagli Istituti di credito speciale erano sempre affiancati da garanzie reali[8], spesso iscritte su beni di tipo industriale che conoscono processi di obsolescenza e deprezzamento rapidi e quindi poco adatti a tale scopo[9].

Si era ingenerata l'impressione che la garanzia reale fosse il fulcro dell'operazione di medio credito, ma la valutazione del merito creditizio deve posare su garanzie aggiuntive prestate da terzi e sulla valutazione e l'analisi finanziaria.

Il sistema bancario italiano ha subito una profonda trasformazione alla fine degli anni '80 che è sfociata nella legge bancaria del 1993[10]. Grazie alla riforma tutte le banche hanno la facoltà di operare anche sul medio termine, in contrapposizione alla vecchia disciplina che prevedeva la specializzazione delle banche (breve termine) e istituti di credito (medio-lungo termine) al fine di garantire la stabilità del sistema mediante controlli di carattere amministrativo. I controlli, oggi, sono basati sull'analisi di parametri e indicatori relativi a criteri di gestione finanziaria. Contemporaneamente alla liberalizzazione dell'attività bancaria molti operatori aziendali e funzionari bancari hanno compreso l'importanza di un nuovo approccio alle operazioni di credito svincolandole dai meccanismi burocratici. Uno dei filoni più

promettenti delle metodologie innovative di finanziamento è quello che coinvolge le banche nell'attività di analisi e realizzazione dei progetti, portandole ad assumere ruoli e rischi diversi da quelli tradizionali[11]. Questa corrente di pensiero è definita come approccio project financing.

Di norma i finanziamenti vengono concessi dalle banche in regime corporate cioè all'impresa nel suo complesso, la quale è responsabile del buon fine del prestito con l'intero suo patrimonio. Nel project financing l'operazione creditizia concentra l'attenzione su una singola iniziativa imprenditoriale e la enuclea dal contesto complessivo dell'impresa promotrice, e limita le possibilità della banca di ottenere il regolare servizio del debito al patrimonio e all'attività specifica del progetto finanziato. In tal caso l'analisi del rischio non riguarda l'intera impresa, ma si concentra sul progetto e sulla società che lo gestisce.

“Con il project financing si attua una sorta di «rivoluzione copernicana» nella cultura finanziaria italiana; il principio cardine attualmente è che il finanziamento va erogato all'impresa e che non si finanziano investimenti. Con il project financing accade l'esatto contrario. Attualmente prima di erogare un finanziamento, la banca valuta un'impresa, il rischio legato alla capacità di credito della stessa e si assumono le adeguate garanzie: il progetto non le interessa. È la più tipica consacrazione dello «scollamento» tra finanza ed economia reale. L'esperienza del project financing è simmetrica e contraria: la valutazione della capacità del credito è nel progetto”[12].

### **3. elementi principali del project financing**

Nella sua accezione più generale con il termine project financing viene indicata quella tecnica utilizzata per le operazioni di finanziamento di una specifica unità economica, appositamente creata per la realizzazione di un progetto, nelle quali il finanziatore fa affidamento sui flussi di cassa generati dall'unità stessa quale sorgente di fondi per il rimborso del prestito, e sul patrimonio quale garanzia collaterale. “Nel project financing l'impresa è il progetto nel senso che i due elementi coincidono”[13].

L'impresa-progetto (Special Purpose Vehicle) viene creata da imprese già esistenti (sponsors o promotori) e gli accordi di finanziamento prevedono che finanziatori potranno rivalersi sui soli flussi finanziari e sugli utili generati dal progetto[14]. Il patrimonio stesso del progetto verrà utilizzato come garanzia del prestito, in quanto la dotazione finanziaria e patrimoniale dei promotori non dovrà essere interessata.

Caratteristica del project financing è l'assenza (no recourse) o la limitatissima (limited recourse) possibilità di richiedere l'intervento delle imprese sponsors[15]. Tale strumento permette di strutturare il

finanziamento di un progetto anche se il suo promotore non dispone di sufficiente capacità di indebitamento, tale possibilità non era realizzabile con il metodo tradizionale.

Il project financing è lo strumento finanziario che, più degli altri, spinge verso il mutamento e i cambiamenti che caratterizzano la nostra epoca: innovazione tecnologica, finanziaria e l'internazionalizzazione. Con il project financing si realizzano interventi difficilmente attuabili con il solo supporto creditizio tradizionale, consentendo per ogni operazione l'intreccio di una gamma articolata di strumenti tra cui la distribuzione dei rischi e degli impegni di capitale. Nella sua impostazione orientata al progetto piuttosto che all'impresa il project financing non è solo una nuova tecnica finanziaria, ma un nuovo modo di pensare, di negoziare, di rapporto con il mercato e di gestione manageriale degli investimenti

“Secondo le procedure tradizionali, il credito viene concesso sulla base della consistenza patrimoniale del beneficiario e delle garanzie reali che esso è in grado di offrire, quindi attraverso una visione statica della realtà non applicabile a progetti a lungo periodo”[16]. Infatti i bilanci sono statici e orientati al passato[17], così come le garanzie reali sono valutate su considerazioni attuali[18].

Nel project financing, invece, l'attenzione di finanziatori si pone sulle previsioni di cash flow (flusso di cassa) generate dal progetto e conseguentemente la principale garanzia, ma non l'unica, è costituita dai profitti che l'opera produrrà una volta giunta a perfezione.

La struttura finanziaria è concepita per la costruzione di una determinata opera, garantendo i finanziatori, della restituzione della somma capitale e degli interessi, attraverso la redditività futura della struttura stessa. In tal modo i finanziatori non sopportano solo il rischio della solvibilità del mutuatario, ma condividono anche fondamentali rischi sulla buona riuscita dell'impresa[19].

Ciò

premessi, il project financing si caratterizza per i seguenti aspetti:

-

si applica ad un solo specifico progetto, per la realizzazione del quale viene costituita una società ad hoc indipendente economicamente e giuridicamente dagli sponsors detta società veicolo (Special Purpose Vehicle);

-

si finanziano solo progetti di elevate dimensioni (minimo 50 miliardi), questo perché esiste una dimensione critica sotto la quale i costi di montaggio dell'operazione sono eccessivi rispetto ai flussi di cassa del progetto;

-

la finanziabilità del progetto è valutata unicamente in base alla sua capacità di generare cash flow e utili in volume sufficiente a far fronte al servizio del debito;

-

le garanzie sono costituite prevalentemente da accordi contrattuali tra le parti coinvolte nel progetto e, come collaterale, dal valore delle attività finanziarie[20];

-

l'indebitamento per la realizzazione del progetto appare solo nel bilancio della nuova unità economica e non in quello dei suoi sponsors e azionisti[21];

-

il diritto di rivalsa nei confronti dello sponsor è il più limitato possibile[22];

Si può affermare che nella tecnica del project financing la finanziabilità di un progetto è determinata non solo dagli sponsors, ma anche dalle caratteristiche dell'opera da realizzare e la relativa valutazione di fattibilità attribuisce maggior importanza alle capacità tecniche di chi realizza e gestisce l'opera e alla qualità della stessa, piuttosto che alla solvibilità degli sponsors[23].

Agli effetti della concessione del finanziamento, le relazioni contrattuali tra i partecipanti assumono maggiore importanza del tipo di prodotto e del mercato attinenti al progetto, dato che si presuppone che lo studio di fattibilità ne abbia inizialmente verificato e, con esiti positivi, i vari aspetti.

Inoltre, poiché gli investimenti a lungo termine si estendono nel futuro, le relative decisioni di investimento si basano su analisi dinamiche proiettate al futuro e non sulle tradizionali e statiche

analisi patrimoniali per la concessione dei crediti.

Il project financing è quindi un processo che, sulla base di un'analisi dettagliata proiettata al futuro, conduce ad un modello di struttura finanziaria in cui viene utilizzata al massimo la capacità di debito intrinseca del progetto e in cui tutte le parti partecipanti al progetto, anche le banche, si impegnano ad assumersi una parte del rischio ad esso connesso.

L'organizzazione del finanziamento del progetto prevede una serie di attività che si possono raggruppare in quattro fasi:

1.- STUDIO DI FATTIBILITÀ relativo al prodotto o al servizio, al suo processo di produzione, al suo



mercato, ai fabbisogni materiali, servizi e risorse umane, alla gestione, all'impatto ambientale, nonché alle previsioni economiche e finanziarie delle varie fasi del ciclo del progetto, di cui le principali sono:

-  
la realizzazione del sistema di produzione (cash flow netto negativo);

-  
l'avviamento della produzione (limitata generazione di cash flow);

-  
il ciclo di produzione a regime (cash flow netto positivo);

2.- ORGANIZZAZIONE DEL PROGETTO, svolta in parallelo con lo studio di fattibilità, nel corso della quale viene costituita la società veicolo, viene definita la modalità di costruzione, il modello di committenza per la realizzazione degli impianti, la struttura operativa di esercizio e il pacchetto di accordi tra i soggetti coinvolti nel progetto che formalizza i relativi impegni e costituisce la garanzia implicita della redditività del progetto. In tale fase viene anche compiuta l'analisi dei rischi dell'intero progetto e l'allocatione degli stessi mediante i contratti chiave;

3.- STRUTTURAZIONE DEL FINANZIAMENTO, che si realizza attraverso la definizione del pacchetto dei contratti tra le parti coinvolte nel progetto e del rapporto tra capitale proprio (equity) e indebitamento (debt), la individuazione del modello di finanziamento, la costituzione del pool di banche e di strutture finanziarie che partecipano all'operazione, i relativi accordi per la raccolta di fondi e la formalizzazione dei contratti di finanziamento tra finanziatori e società veicolo;

4.- CONTROLLO DEL FINANZIAMENTO che si esercita soprattutto durante la fase di costruzione degli impianti e del loro avviamento, visto che, dopo che il sistema produttivo è entrato nella fase operativa e si sono dimostrati i suoi livelli di prestazione, il progetto assume la connotazione di un'azienda in attività in cui la responsabilità del monitoraggio del cash flow generato viene assunta dalle strutture aziendali.

#### **4.l'esperienza in Italia**

Il project financing

è uno strumento di crescente utilizzo nel nostro Paese, i settori di attività in cui questa tecnica di strutturazione delle operazioni può essere utilizzata con maggiori probabilità di successo sono il settore elettrico ed energetico, delle infrastrutture, e il settore delle telecomunicazioni[24].

Questo sistema di finanziamento può essere utilizzato anche per la realizzazione di opere pubbliche[25]. La legge n. 415 del 1998 c.d. “Merloni ter” disciplina la tecnica del project financing quale strumento di coinvolgimento del capitale privato nella realizzazione delle opere di pubblica utilità aventi carattere infrastrutturale[26]. La nuova normativa getta però in molti punti è lacunosa e abbisogna di essere completata e, soprattutto, interpretata uniformemente.

Il rischio della riforma è quello di confinare il fenomeno in un ambito angusto rispetto a quello che esso rappresenta nella realtà economica internazionale. Non si deve intendere per project financing solo quella forma di realizzazione delle opere pubbliche attraverso l’impulso privato disciplinata dalla “Merloni ter” escludendo ogni altra ipotesi di project financing privatistico o anche pubblicistico che utilizzasse moduli organizzativi diversi da quello tipico previsto nella legge n. 415 del 1998.

Il project financing in Italia, tuttavia, non è ancora molto sviluppato, il sistema finanziario è ancora lontano dalla logica del “progetto”, ma l’economia italiana presenta grandi spazi e necessità di veder crescere le soluzioni di project financing, inoltre sono presenti alcune condizioni favorevoli per il suo sviluppo. Un primo passo in questa direzione dovrebbe essere quello di rendere finanziabili progetti che, a dispetto della loro rilevanza economica e sociale, continuano ad essere rinviati per i limiti imposti alla spesa pubblica o per l’inadeguatezza del finanziamento nelle forme tradizionali. In tal modo si favorirebbero gli investimenti, l’occupazione e crescerebbero il tasso di sviluppo e di reddito.

É anche vero che i servizi finanziari che ruotano intorno al project financing sono altamente specializzati e spesso gli operatori italiani non dispongono ancora del patrimonio di conoscenze tecniche di cui necessita il settore e neppure di esperienze concrete, ma operare in tale campo comporta un accumulo di competenze ed esperienze altamente produttivo anche per l’impatto culturale e di crescita professionale e tecnica nei confronti delle altre aree di attività[27]. Il sistema finanziario italiano non potrebbe che ricavarne stimoli e vantaggi.

## **5.i soggetti coinvolti: gli sponsors e la società di progetto**

In ogni operazione di project financing sono coinvolti una pluralità di soggetti che rivestono specifici ruoli, infatti, l'essenza di tali operazioni risiede nella costruzione di una coalizione di interessi tra soggetti diversi, che partecipano all'investimento se viene loro prospettata una combinazione rischio-rendimento accettabile.

Per alcuni soggetti coinvolti il rendimento non va inteso solamente in termini finanziari dal momento in cui la convenienza dell'impresa può dipendere anche da vantaggi di natura strategica che essa genera (mercati di sbocco o di approvvigionamento).

I principali attori di un'operazione di project financing sono: sponsors, special purpose vehicle, banche finanziatrici, costruttore, gestore, fornitore e acquirenti. Naturalmente a tali soggetti se ne possono aggiungere altri in virtù delle varianti e delle peculiari caratteristiche di ogni progetto.

Gli sponsors o ideatori sono coloro da cui promana l'idea imprenditoriale e che intervengono nella realizzazione e nell'organizzazione del progetto, essi apportano spesso il capitale di rischio della società veicolo e si pongono, altrettanto spesso, come controparti della società di progetto nei rapporti contrattuali di base del progetto (contratti di appalto, fornitura, acquisto....).

I soggetti in questione sono coloro in cui risiede l'impulso alla realizzazione del progetto. I project financing possono essere pubblici o privati: nei primi il ruolo di sponsors viene rivestito dalla Pubblica Amministrazione[28]; nei secondi da imprenditori privati che ideano il progetto, ma anche da soggetti il cui interesse si manifesta in una fase successiva alla realizzazione stessa, in quanto fornitori di materie prime o acquirenti del prodotto finale.

Nell'ottica dei finanziatori è molto importante la professionalità di ciascuno sponsor dell'iniziativa, ancor più della solidità finanziaria, dati gli ingenti oneri non solo economici, ma soprattutto organizzativi, vista la complessità e l'orizzonte di lungo periodo che caratterizzano l'operazione[29].

L'attività principale del promotore si realizza nella identificazione del progetto, che consiste nella strutturazione progettuale dell'iniziativa dal punto di vista tecnico, giuridico, operativo e finanziario. La strutturazione dell'iniziativa è molto complessa e costosa ed è uno degli elementi essenziali per la buona riuscita dell'operazione. Tra le principali variabili da analizzare, nel momento dell'identificazione del progetto, ci sono il know-how da utilizzare, le fonti di approvvigionamento delle materie prime, il mercato interessato, la struttura societaria, i criteri di gestione economica, i contratti con le controparti commerciali e l'individuazione delle coperture finanziarie di rischio e di debito. Identificato il ruolo di promotore si deve ancora sottolineare l'importanza che gli istituti erogatori del finanziamento pongono nella valutazione della professionalità degli stessi. La capacità professionale degli sponsors è condizione

per la buona riuscita dell'iniziativa, ma anche le motivazioni che sono alla base della partecipazione al progetto sono fondamentali per valutare la solidità e l'affidabilità di un'iniziativa.

Con i propri legali, gli sponsors procedono all'organizzazione della special purpose vehicle, alla stesura dell'atto costitutivo, dello statuto e alla negoziazione dei patti che legano gli sponsors l'uno all'altro.

L'evoluzione storica del project financing evidenzia come la presenza di un veicolo societario ad hoc, special purpose vehicle, non sia elemento immancabile e qualificante del fenomeno, ma si pone come opzione e non come condizione. L'opzione di costituire il veicolo societario è però, oggi, una costante del project financing. In tal modo "la società progetto si pone come il soggetto imprenditore rispetto all'idea imprenditoriale costituita dal progetto"[30]

La società progetto è la titolare dell'iniziativa e sua è l'attività di gestione e di sviluppo del progetto. Essa è titolare del diritto di proprietà o di superficie, dei beni che costituiscono l'impianto industriale del progetto e di tutti i rapporti giuridici con i terzi necessari per la costruzione e l'esercizio industriale del progetto.

Le ragioni di tale costruzione stanno nel fatto che la società di progetto è lo strumento mediante il quale il finanziamento di progetto separa i rapporti che fanno parte del progetto dalle economie esterne. I rischi del progetto sono separati da quelli che non lo riguardano direttamente.

Tale modello organizzativo è ottimale rispetto alla logica di ripartizione dei rischi tipica del project financing, consentendo di costruire la situazione del ring fence che è una delle caratteristiche imprescindibili del meccanismo. Il ring fence consiste nella situazione di isolamento reciproco tra rischi e responsabilità che fanno capo al progetto e quelli che fanno capo ai suoi sponsors. Inoltre l'opzione dello special purpose vehicle permette di dar vita ad un organismo complesso, benché articolato su poche, definite, coese e coordinate relazioni giuridiche facenti capo ad un unitario centro di imputazione che viene isolato da ogni variabile esterna.

Approfondendo le ragioni per cui il progetto deve essere sviluppato attorno ad un'apposita società, possono distinguersi in due categorie: ragioni difensive e ragioni positive.

Circa le ragioni difensive si può osservare che progetto potrebbe essere sviluppato attraverso una struttura giuridica preesistente, ad esempio la società del gruppo più vicina al progetto per risorse aziendali e specializzazione imprenditoriale. Questa situazione si scontrerebbe con la logica del project financing, a causa del principio sancito dall'art. 2740 c.c. secondo cui il debitore risponde dell'adempimento delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri, e le limitazioni della

responsabilità non sono ammesse se non nei casi consentiti dalla legge[31].

Di conseguenza i beni di un soggetto sono indistintamente “attaccabili” da qualunque suo creditore per qualunque suo debito e quindi, il creditore di un soggetto è creditore nei confronti dell’intero patrimonio di tale debitore, senza avere un particolare privilegio su alcuna parte del patrimonio stesso e, senza che al debitore sia data la possibilità di dedicare a quel creditore una parte dei propri beni[32]. Questo si riflette sul finanziamento del progetto; l’esistenza di attività estranee al progetto, in corso o pregresse, crea un rischio di emersione di passività che intaccherebbero il patrimonio della società debitrice del finanziamento di progetto. I finanziatori, se non venisse creata la società veicolo, si troverebbero esposti a rischi estranei al progetto che potrebbero turbarne l’equilibrio patrimoniale, mentre, i creditori non del progetto beneficerebbero della liquidità e degli investimenti relativi al progetto.

La commistione tra attività e passività di progetto e non di progetto è incompatibile con il project financing; fuori dalla cerchia dello special purpose vehicle, il finanziamento sconfinava nei finanziamenti corporate[33], dove il debitore mette l’intero patrimonio a garanzia dei finanziatori.

Circa le ragioni positive per spiegare la coincidenza tra società progetto e project financing troviamo la necessità dei finanziatori di poter stabilire in anticipo la canalizzazione del cash flow generato dal progetto, in modo da predisporre gli strumenti giuridici più idonei ad assicurarne la ripartizione secondo il modello finanziario. La soluzione a tale esigenza è quella di costituire lo special purpose vehicle come società avente scopo esclusivo, in modo tale da poter controllare perfettamente il cash flow generato e la sua canalizzazione in base ad un ordine di priorità che coincide con il modello finanziario. Al tempo stesso, con tale modulo organizzativo, la società progetto non può contenere attività che possono generare rapporti passivi estranei al progetto.

La società progetto coincide con il progetto stesso, consentendo che tutto il cash flow sia assicurato secondo il modello finanziario e tutelando la società da interferenze esterne che ne possano pregiudicare la gestione economica.

Nella prassi anglosassone la società progetto può assumere la veste giuridica della corporation[34] o della partnership[35], figure che corrispondono, a grandi linee, nel nostro ordinamento, rispettivamente alle società di capitali e alle società di persone.

Nel sistema anglosassone, queste forme organizzative, possono strutturarsi in molteplici modi purché rientrino nella generica fattispecie. Inoltre, in contesti di common law, la scelta del modello societario non pare obbligata essendo possibile realizzare situazioni di ring fence anche in assenza di un uno schermo societario, attraverso forme di garanzia a noi sconosciute e mediante un più ampio e flessibile dispiegarsi dell’autonomia contrattuale.

Nel nostro sistema, invece, a parte il modesto apporto (10% dell'intero capitale sociale) dei "patrimoni separati" prevista dalla riforma del diritto societario[36], per ottenere l'isolamento tipico del ring fence è necessario ricorrere a modelli societari caratterizzati dalla limitazione della responsabilità dei soci agli apporti di capitale, e quindi alla tipologia delle società di capitali. "É opinione pressoché pacifica che le società debbano costituirsi secondo uno dei tipi previsti dalla legge. L'art 2249 c.c. è esplicito in proposito. Se l'attività che i soci si propongono di svolgere non è commerciale essi possono adottare lo schema della società semplice; altrimenti, uno dei tipi regolati dagli art. 2291 c.c. e seguenti"[37].

La società progetto può essere una società per azioni o una società a responsabilità limitata[38], non è mai una società in accomandita per azioni[39] dal momento in cui i soci accomandatari sono personalmente responsabili delle obbligazioni sociali. Non può trattarsi di una società di persone visto che queste non prevedono la limitazione della responsabilità per le obbligazioni sociali. Nell'esperienza anglosassone esistono due tipi di project company: quella "pura" o without recourse e quella "spuria" o with limited recourse.

Con il primo tipo l'operazione viene realizzata in modo tale da consentire ai promotori la neutralizzazione dei rischi; essi non effettuano alcun apporto di capitali nel patrimonio della società.

Utilizzando il secondo tipo i promotori, al momento della costituzione della società progetto, forniscono il capitale di rischio. Il rischio rimane limitato al capitale conferito.

Le tipologie without recourse, nella pratica, sono limitate; i finanziatori preferiscono l'apporto di capitale di rischio da parte degli sponsors a garanzia dell'operazione. Nel nostro ordinamento la forma "pura" trova difficoltà di carattere normativo. La formula without recourse si può coniugare solamente con una società progetto in forma di società di persone, ma questa non permette l'isolamento necessario nell'ottica del ring fence ed è pertanto inutilizzabile.

Il modello italiano può realizzarsi attraverso le società di capitali, S.p.A. o S.r.l., nell'ambito di un progetto with limited recourse.

## **6.le banche**

Le banche assumono un ruolo centrale nelle operazioni di project financing: oltre ad essere i prestatori dei

capitali, sono spesso i consulenti finanziari del progetto e i suoi organizzatori con compiti e responsabilità variabili; possono sottoscrivere quote di capitale, assumendo il ruolo di sponsors e soci della società progetto, inoltre possono assumere il compito di gestire il finanziamento concesso, in qualità di agenti o le garanzie. All'interno di un'operazione di project financing il ruolo delle banche non si limita, quindi, solo all'erogazione del credito a favore della società progetto, ma si estende alle attività di consulenza.

La banca può svolgere vari compiti:

- Consulente finanziario o advisor. Tale attività consiste nell'insieme di studi e analisi che consentono una valutazione preventiva della fattibilità finanziaria del progetto e il disegno di una prima ipotesi di modalità di reperimento dei capitali necessari per il sostegno della società progetto[40].

In questa fase di identificazione dell'iniziativa viene presentata l'idea progettuale alla banca, questa procede all'analisi tecnica, economica e finanziaria oltre che alla strutturazione giuridica del progetto. Per svolgere tale attività, la banca deve procedere alla raccolta di informazioni tecniche, legali e fiscali relative al progetto; inoltre per raggiungere l'equilibrio tra i vari protagonisti dell'operazione, la banca cerca di raggiungere l'accordo tra le parti attraverso complicate negoziazioni.

Il consulente, dopo aver verificato la bancabilità del progetto ed aver elaborato le informazioni di base, predispone un business plan contenente le simulazioni economico, finanziarie e patrimoniali[41]. Il business plan permette di elaborare, in accordo con gli sponsors, il mix delle fonti di finanziamento da attivare per il supporto economico del progetto. Al fine della scelta della struttura finanziaria, il consulente esamina il tipo di prodotto, il mercato di riferimento e le caratteristiche tecniche dell'opera da realizzare.

Le informazioni raccolte ed il business plan costituiscono l'information memorandum[42]; documento con cui l'advisor contatta i potenziali finanziatori ed inizia a negoziare i termini del finanziamento.

L'attività di consulenza svolta dalla banca richiede numerose capacità tecniche, raramente viene condotta da un solo soggetto, più spesso viene svolta da un team composto da esperti nel settore ingegneristico, fiscale e amministrativo.

Gli sponsors scelgono il consulente in base alla reputazione, capacità creditizia, esperienza nel settore ed eventuali relazioni già esistenti con gli sponsors.

Può anche accadere che la banca che svolge la funzione di consulente, assuma una responsabilità diretta, sottoscrivendo una parte del finanziamento.

La commistione delle attività di consulenza e finanziamento può creare situazioni di conflitto di interessi

tra consulente e promotori: l'advisor, in caso di partecipazione al finanziamento in veste di finanziatore, potrebbe strutturare l'operazione favorendo il capitale di debito a svantaggio del capitale azionario (di rischio). Per contro, la sottoscrizione di capitale da parte della banca consulente limita, per i promotori i rischi di insuccesso nella fase di raccolta dei finanziamenti.

La remunerazione dell'advisor è costituita da un pagamento iniziale al conferimento dell'incarico e da pagamenti mensili, a copertura del costo sostenuto dal consulente durante la fase di studio e di elaborazione della proposta (retainer fee), e da un saldo finale pagato solo in caso di successo dell'operazione (success fee)[43].

- Finanziatore del progetto o arranger. L'arranger riceve il mandato dalla società progetto di collocare il finanziamento sul mercato dei capitali, di strutturare e gestire il contratto di finanziamento. La banca arranger determina le condizioni contrattuali di finanziamento con i promotori e il consulente finanziario, poi contatta il più ampio numero di banche possibili interessate a partecipare all'operazione.

Il mandato viene conferito ad un solo arranger se l'operazione non ha una dimensione rilevante, in caso contrario viene contattato un gruppo di arrangers, ciascuno con uno specifico ruolo.

Mentre l'attività di consulenza è un'attività di servizio che non comporta impegno di capitali a titolo di finanziamento, l'arranger sottoscrive a fermo del finanziamento una garanzia di underwriting, con la quale viene garantita la disponibilità di fondi anche in assenza di finanziatori interessati al sostegno del progetto. Se l'adesione del pool di banche al finanziamento supera l'importo richiesto, la banca arranger vede ridotto il proprio impegno; in caso contrario deve sostenere l'intero ammontare dell'impegno. La banca arranger si impegna promuovere la sottoscrizione dei finanziamenti al pool di banche; queste apprezzano la garanzia di underwriting in quanto segnala la fiducia che l'arranger pone nell'iniziativa intrapresa con la tecnica del project financing.

Con la garanzia di underwriting il rischio di insuccesso dell'operazione si sposta a carico dei sottoscrittori arrangers, questi sono obbligati ad erogare il finanziamento alla società progetto, anche se non ci sono banche interessate a partecipare. Per contro la garanzia della sottoscrizione dà al progetto la certezza della disponibilità del finanziamento, questa situazione svolge un impulso per la stipulazione dei contratti e consente un rapido avvio del progetto.

Nel caso in cui non si riesca ad impostare l'iniziativa secondo lo schema dell'underwriting, l'alternativa per la banca è quella di impegnarsi al meglio delle proprie capacità, strutturando l'operazione su base best effort. Con questa operazione la banca non si assume la responsabilità in caso di insuccesso dell'operazione, le commissioni che la società veicolo deve pagare sono minori, ma sono minori anche le possibilità di successo, poiché le banche chiamate a sottoscrivere il finanziamento si trovano senza la



sicurezza fornita dalla garanzia di sottoscrizione. Così strutturato il progetto è privo di affidabilità e le banche del pool potrebbero scegliere forme di finanziamento meno impegnative e più conformi alla prassi del mercato[44].

La banca per svolgere il ruolo

di arranger deve avere una notevole forza finanziaria; nel caso di mancato collocamento del prestito sul mercato, se ha sottoscritto una garanzia di underwriting, l'intero impegno grava sul suo bilancio. Non tutte le banche possono svolgere attività di arranging, si tratta di un ambito competitivo limitato alle banche dotate di buona proiezione a livello internazionale, ciò permette il coinvolgimento di banche appartenenti a diversi paesi; e dotate di una notevole forza finanziaria[45].

Per l'attività di organizzazione e sindacazione del finanziamento la banca riceve una commissione; l'arranging fee, pagata una sola volta e stabilita su base percentuale calcolata sul valore del debito.

Se l'arranger opera su basi best effort il compenso riguarda il puro arranging, dal momento in cui la banca non garantisce che il mercato risponda alle esigenze di fondi richieste dal progetto.

Se, invece, la banca ha sottoscritto il finanziamento, garantendo la disponibilità dei fondi anche in assenza di intermediari interessati a partecipare, riceverà un compenso sia per l'attività di arranging, che per la garanzia di underwriting. Dopo il pagamento dell'arranging fee da parte degli sponsors, la banca arranger retrocede alle altre banche partecipanti al pool una parte della remunerazione ricevuta. Nel caso in cui l'operazione preveda altri arrangers, questi ricevono una parte dell'arranging fee in proporzione dell'ammontare sottoscritto.

- Agente o agent bank. La banca agente rientra nel novero delle banche finanziatrici, ma assume anche il compito di gestire i flussi di incasso e pagamento della società progetto durante la vita operativa del progetto; amministra l'erogazione del finanziamento e del ripagamento del debito.

La banca agente riceve dal pool di banche il mandato di coordinare gli utilizzi e i rimborsi del prestito, a tal fine i flussi in entrata sono concentrati su uno o più conti bancari dai quali l'agent bank provvede a prelevare i fondi in funzione delle priorità da attribuire alle uscite.

La banca agente permette anche di semplificare i rapporti con la società veicolo dal momento in cui essa appare come l'interfaccia del pool di banche. In caso di inadempimento la banca agente è incaricata di agire in nome e per conto dei finanziatori, contro la società progetto, in base alle decisioni prese dall'insieme delle banche coinvolte.

La banca che svolge tale ruolo viene ricompensata con il pagamento di un importo fisso annuo detto

agency fee. La commissione è più o meno elevata a seconda del numero di banche partecipanti al sindacato; il lavoro amministrativo aumenta se è maggiore il numero di banche.

Le banche, nelle operazioni di project financing, assumono diversi compiti, ma anche maggiori rischi; il loro obiettivo è quello di utilizzare in modo efficiente una risorsa, il capitale di rischio di una banca, allocandolo alle unità ed ai progetti che sono in grado di massimizzare la remunerazione[46].

Le banche sono l'intermediario finanziario di maggior rilievo nelle operazioni di project financing. La netta separazione tra banche commerciali e banche d'investimento è stata, per molto tempo, una caratteristica costante. Le banche commerciali hanno svolto prevalentemente attività bancaria al dettaglio, rivolta a persone fisiche o imprese di piccole dimensioni, mentre le banche d'investimento si sono occupate di attività di credito all'ingrosso, con una forte componente di intermediazione mobiliare e di servizio.

In Italia i criteri di specializzazione non erano per tipologia di operazioni, ma per durata della raccolta e dell'impiego di fondi: il credito ordinario era contrapposto al credito speciale in base alla durata del finanziamento.

Per il venire meno delle barriere normative, con la liberalizzazione dell'attività bancaria, la distinzione tra banca commerciale e banca d'investimento può sembrare superata, ma nella realtà sussiste ancora una differenziazione data da anni di specializzazione su alcune aree di affari. Da questa specializzazione deriva che: le banche d'investimento trovano più naturale operare nell'ambito dell'advisory, in pratica, nelle aree di affari caratterizzate da un elevato livello di servizio e con connotati più simili alla consulenza che non all'intermediazione finanziaria; mentre l'ambito dell'intermediazione finanziaria e dei servizi di finanziamento è il campo ideale delle banche commerciali, queste sono più adatte alla prestazione dei servizi di arranging.

Le considerazioni svolte si riferiscono, più che altro, al contesto internazionale; in Italia, pur esistendo settori promettenti di applicazione, le operazioni di finanza strutturata hanno trovato applicazione solo dagli inizi degli anni '90. In Italia è difficile identificare intermediari in grado di svolgere attività come l'arranging, o l'advisoring. Le banche italiane hanno partecipato ad operazioni di project financing internazionali solo in qualità di prestatori di fondi, senza assumere nessun'altra funzione accessoria.

Al fine di acquisire la necessaria dimestichezza con le problematiche tipiche del project financing, le banche italiane dovrebbero cercare il massimo coinvolgimento in progetti curati da intermediari stranieri; così facendo le banche italiane potranno costruire un proprio business del project financing in Italia.

## 7.il costruttore e il gestore

Il costruttore o contractor è l'impresa o il consorzio di imprese, che si aggiudica la gara per la costruzione e il disegno dell'impianto.

L'esperienza e la reputazione del costruttore sono accuratamente valutati. "Idealmente, il costruttore dovrebbe essere una società che in precedenza ha realizzato con successo progetti analoghi. Il costruttore dovrebbe essere finanziariamente solido, poiché il suo fallimento sarebbe un evento negativo a cui pochi progetti potrebbero sopravvivere. Il costruttore dovrebbe inoltre essere abbastanza grande da avere le risorse da dedicare a ogni problema che possa sorgere e alla sua soluzione."[47]

I finanziatori nella scelta del costruttore analizzeranno accuratamente la presenza di queste caratteristiche; il contratto non viene stipulato solo sulla base dell'offerta di un prezzo più contenuto, ma devono essere soddisfatti anche i criteri sopra elencati.

Nel project financing la fase di costruzione è tra le più delicate; per diversi anni il progetto non produce alcun ricavo e potrebbe non produrne anche in futuro se la costruzione non dovesse concludersi secondo le caratteristiche previste. Per ovviare tali rischi, il costruttore si assume la responsabilità complessiva della realizzazione dell'opera con un contratto di costruzione chiavi in mano o fixed price turnkey contract[48].

Gli obblighi contrattuali vengono assunti da un capofila o main contractor, il quale si impegna direttamente nei confronti della società progetto, successivamente vengono poi ribaltati in capo ai partecipanti al consorzio. Generalmente si stabilisce che il main contractor è responsabile per i danni causati dal ritardo nel completamento dell'opera, per contro può anche essere previsto un compenso addizionale se il progetto viene completato prima dei termini stabiliti detto early completion bonus.

Oltre che per il ritardo, il costruttore è tenuto al pagamento di penali se l'impianto non supera i test di performance attinenti ad alcune variabili rilevanti. Per contro, il costruttore può anche ricevere un bonus nel caso in cui realizzi migliori livelli di performance rispetto alle stesse variabili concordate contrattualmente con la società progetto.

Il gestore, o operator, è colui che, al termine della fase di costruzione, prende in carico l'impianto dal contractor e provvede alla sua manutenzione e gestione per un determinato numero di anni, assicurando alla società veicolo una gestione efficiente in base a condizioni di resa prestabilite.

Avendo un ruolo chiave nella fase operativa del progetto, l'operatore deve avere la capacità finanziaria e

tecnica di far funzionare il progetto sulla base dei costi prestabiliti.

L'operator può essere rappresentato da un'impresa già esistente, ma può trattarsi anche di uno sponsor o di una società indipendente specializzata nel fornire un simile servizio; ciò che più conta è la disponibilità di personale con esperienza nell'operare progetti analoghi[49].

I finanziatori richiederanno spesso che uno degli sponsors abbia l'esperienza tecnica per gestire l'impianto ad abbia già gestito impianti analoghi.

L'operator stipula con la società veicolo un contratto di operation & maintenance, in base al quale allo stesso viene affidata dalla società veicolo la gestione operativa dell'impianto e la sua manutenzione[50].

Gli acquirenti dei beni o dei servizi prodotti dall'opera realizzata, possono essere sia una generica collettività, nel caso in cui i beni o i servizi vengano venduti al dettaglio, sia un'unica impresa che rileva tutta la produzione realizzata dalla società progetto, in tal caso i beni o i servizi sono venduti all'ingrosso[51].

Dal momento in cui la fonte di rimborso dei prestiti contratti con la società progetto e la remunerazione del capitale in essa versato dagli investitori, è data dal flusso dei ricavi provenienti dagli utenti dell'opera, essi assumono un ruolo rilevante ai fini del successo dell'operazione.

Al fine di garantire un ragionevole livello di certezza ai previsti flussi di cassa, in caso di vendita al dettaglio vengono svolte accurate indagini di mercato, mentre in caso di vendita all'ingrosso vengono predisposti particolari contratti di acquisto incondizionato[52].

I fornitori, invece, sono i soggetti che forniscono gli input per il funzionamento della struttura alla società veicolo; svolgono un ruolo rilevante poiché il rispetto delle condizioni relative ai costi e ai tempi di approvvigionamento è fondamentale per la buona riuscita del progetto.

Spesso il fornitore è unico, e può essere anche uno degli sponsors della società progetto. Per coprire i rischi di un'inaspettata variazione dei prezzi dei beni necessari alla produzione o un'improvvisa interruzione della loro fornitura, la società progetto stipula con il fornitore contratti di fornitura incondizionata[53].

## 8.i consulenti (in particolare quelli legali)

Le operazioni realizzate con la tecnica del project financing, data la loro complessità, necessitano dell'intervento di vari consulenti esterni, specializzati in aree diverse tra loro, il cui lavoro ha in comune solamente il fatto che le loro attività sono finalizzate alla buona riuscita del medesimo progetto.

Il supporto dei consulenti e, soprattutto, il loro numero e grado di specializzazione, comporta un costo per la società progetto non indifferente, per ammortizzare tali costi è necessario che il progetto da realizzare sia di rilevanti dimensioni.

I consulenti possono essere divisi in varie categorie:

-

consulenti finanziari, sono i soggetti cui i promotori affidano il compito di verificare la fattibilità economica e la finanziabilità dell'iniziativa<sup>[54]</sup>. Dopo aver svolto le analisi e le valutazioni economico-finanziarie, i consulenti finanziari predispongono il piano finanziario<sup>[55]</sup> dettagliato, che rappresenta il quadro di riferimento dell'iniziativa. Sulla base del piano finanziario, elaborato dai consulenti, i finanziatori ed i promotori concorderanno e approveranno il piano definitivo;

-

consulenti fiscali, sono i soggetti incaricati di minimizzare il carico fiscale connesso al progetto, vista la complessità delle operazioni di project financing, il loro supporto è necessario dal momento in cui la variabile fiscale può essere determinante per rendere vantaggiosa un'operazione che diversamente non consentirebbe un'adeguata remunerazione per gli

investitori;

-

consulenti tecnici, sono i soggetti che assistono gli sponsors nella valutazione dell'operazione e nella decisione di sostenerla o meno. La variabile tecnologica è fondamentale per il successo di un'operazione, al consulente tecnico, organo super partes, viene affidato il compito di esprimere giudizi di fattibilità, di effettuare perizie e di controllare l'iter di realizzazione del progetto. "I consulenti tecnici sono dunque consultati al fine di individuare e valutare i rischi tecnologici connessi all'operazione progettata, per comprendere se le proiezioni economico-finanziarie che stanno alla base della strutturazione dell'iniziativa sono congruenti con gli aspetti di fattibilità tecnica dell'opera o trovano in essi qualche ostacolo rilevante."<sup>[56]</sup> Schematizzando le attività più significative

svolte dal consulente tecnico si ritiene che si sostanzino in quattro momenti fondamentali: due diligence<sup>[57]</sup>, monitoraggio della realizzazione del progetto, assistenza all'accettazione dell'impianto e monitoraggio della gestione operativa.

Il consulente tecnico, come accennato, è organo super partes; le attività da esso svolte sono utili alle banche finanziatrici, agli sponsors, alla stessa società veicolo, al costruttore e a ciascun soggetto interessato che necessita di un giudizio sul progetto;

-

consulenti assicurativi, sono i soggetti incaricati di stipulare polizze per attuare la mitigazione dei numerosi rischi che caratterizzano un progetto realizzato con la tecnica del project financing. Il loro supporto può fare la differenza in termini di bancabilità del progetto per una banca o per un investitore;

-

consulenti legali, sono i soggetti incaricati della stesura dei contratti.

La realizzazione di un'operazione di project financing rende indispensabile stipulare una grande quantità di contratti

e il consulente legale ha il compito di stipulare accordi che soddisfino tutti i soggetti coinvolti. Una chiara e completa rete contrattuale è fondamentale per la buona riuscita dell'operazione.

Il consulente legale svolge una funzione fondamentale all'interno del progetto, il suo operato si estende per tutto il corso dell'operazione e può essere assimilato alle parti sostanziali del progetto, non perché ha il compito di prendere decisioni strategiche in proprio, ma il suo operato e le sue scelte professionali hanno, nella strutturazione dell'iniziativa, un'influenza inevitabile.

La complessità di un finanziamento improntato con la tecnica del project financing esige che tale ruolo sia ricoperto da studi legali dotati di esperienza nel settore, professionalità e prestigio. Nessuno sponsor e nessun finanziatore affiderebbe una funzione così importante a legali "dilettanti", il rischio di un'operazione giuridicamente organizzata in maniera approssimativa potrebbe anche essere il rigetto dell'operazione da parte del sistema bancario.

Il consulente legale ha il difficile compito di strutturare il complesso sistema contrattuale, svolgendo tale attività egli funge da garante dall'affidabilità del collegamento tra rischi attuali e redditi futuri, costituiti dai flussi di cassa.

Ciò avviene perché gli sponsors "vendono" ai finanziatori un modello finanziario, che consiste di un'insieme di redditi futuri e flussi di cassa, che esistono solo sulla carta a livello previsionale, quando l'operazione viene sottoscritta dalle banche. Solo se i legali sono in grado di creare un rapporto accettabile tra rischio attuale e guadagni futuri, attraverso la rete contrattuale, il progetto diviene bancabile, e quindi interessante per i finanziatori.

Il consulente legale non è mai unico, ma nelle varie fasi del progetto intervengono gli avvocati delle diverse parti. Si tratta spesso di team dal momento in cui un progetto richiede competenze specializzate in diversi settori (diritto societario, finanziario, amministrativo, fiscale, ecc.) che non possono concentrarsi in un unico professionista, inoltre si tratta di un lavoro molto vasto, concentrato in un ristretto arco temporale che necessita dell'apporto di più esperti. Si può parlare più propriamente di studi legali, più che di avvocati, che dedicano ad un singolo progetto un team di professionisti.

Normalmente all'interno del team di avvocati che assistono gli sponsors e le banche nel montaggio dell'operazione sono presenti sia avvocati inglesi o americani che avvocati locali. Questo perché il project financing è sorto nell'ambito di ordinamenti di common law e la maggior parte dei financial documents<sup>[58]</sup> sono retti dal diritto inglese o da quello statunitense, tale scelta, oltre che essere dettata dalla prassi, può dipendere dalla nazionalità degli sponsors, delle banche arrangers o dalla collocazione dell'impianto. Se una struttura di project financing viene realizzata al di fuori dei paesi di origine dell'istituto si distingue la

parte legale internazionale, costituita dai financial documents, dalle questioni legali legate all'ordinamento del paese in cui il progetto è collocato.

Gli avvocati locali, oltre ad occuparsi delle questioni legate al diritto locale, hanno il difficile compito di adeguare i negozi giuridici concepiti in un ordinamento di common law al nostro sistema di civil law<sup>[59]</sup>.

Il team di legali svolge diverse attività a seconda delle fasi di sviluppo del progetto e in dipendenza del cliente per il quale presta la propria consulenza.

In base ad un criterio cronologico, le fasi evolutive del progetto possono essere così schematizzate:

-

fase di formazione della compagine degli sponsors;

-

fase di predisposizione del progetto inteso come iniziativa di sviluppo industriale;

-

fase di definizione del finanziamento del progetto;



fase di manutenzione del finanziamento, sia durante il periodo di costruzione che durante quello operativo.

Come detto in un'iniziativa di project financing non viene intrapresa da un unico soggetto, ma da una pluralità di sponsors, al fine di ripartire i rischi connessi all'operazione. Gli sponsors costituiscono, di solito, una società veicolo che ha come obiettivo l'effettiva realizzazione del progetto, questa è il soggetto che assume il ruolo principale; impiega il capitale di rischio, acquisisce il capitale di indebitamento, provvede alla realizzazione dell'opera e all'attività economica e organizzativa connessa alla gestione del servizio. "Una società non appositamente ed esclusivamente prevista per un'operazione di project financing, e quindi titolare di più attività, comporterebbe per il finanziatore un maggior rischio: maggiori sarebbero infatti i possibili creditori e/o debitori della società, maggiore sarebbe il rischio d'impresa"<sup>(60)</sup>.

In questa fase intervengono i consulenti legali degli sponsors; essi organizzano la società veicolo, ne scelgono il tipo legale, redigono lo statuto e l'atto costitutivo, regolano i rapporti tra gli sponsors (spesso sigillati in patti parasociali) e stabiliscono la distribuzione dei rischi e profitti del progetto.

Può verificarsi anche la situazione in cui inizialmente il progetto venga sviluppato da un unico sponsor, il quale successivamente invita altri soggetti a divenire co-sponsors. La scelta di altre entità può avvenire mediante una trattativa,

con un soggetto preventivamente selezionato attraverso contatti diretti; oppure mediante una gara. Nell'ipotesi della gara competitiva l'avvocato dello sponsor che la indice deve redigere una due diligence per fornire alla controparte le informazioni necessarie al fine della trattativa. Per contro, la controparte incaricherà i propri consulenti legali di analizzare la due diligence, al fine di conoscere gli aspetti legali e contrattuali dell'iniziativa. Gli avvocati controlleranno solamente la fondatezza e la verosimiglianza di aspettative e attese di sviluppo e di reddito, dal momento in cui in tale fase il progetto esiste solo sulla carta.

La fase di sviluppo industriale del progetto è quella in cui si predispone quanto necessario per l'inizio dei lavori di costruzione dell'impianto, solo a seguito del montaggio dell'operazione, attraverso la formazione dei project documents<sup>(61)</sup>, avrà inizio la costruzione vera e propria.

In questa fase viene scelto il consulente legale del progetto, egli viene incaricato dalla società progetto attraverso la concessione di un mandato formale da parte degli sponsors congiuntamente.

L'avvocato del progetto deve rimanere neutrale in caso di divergenze di interessi tra gli sponsors, deve occuparsi della buona riuscita del progetto rimanendo *super partes*<sup>[62]</sup>. Le divergenze dovrebbero essere risolte in base agli accordi intrapresi tra le parti durante la fase di costituzione della società veicolo, ma può accadere che ciò non sia possibile, allora diviene necessario aprire una parentesi legale negoziale, a seguito della quale possono cambiare gli accordi, o nei casi più gravi può mutare addirittura la compagine degli sponsors.

Durante la fase di sviluppo industriale del progetto la società progetto si deve assicurare i project documents e affida il compito di ottenere tali documenti, necessari per la realizzazione dell'impianto, ai propri avvocati.

Senza entrare nello specifico di un'operazione di project financing in concreto, indicativamente i project documents sono:

-

concessioni della Pubblica Amministrazione. Costituiscono un elemento necessario quando, attraverso la tecnica del project financing, vengono realizzate opere pubbliche o di pubblico interesse, soggette a regime concessorio. "L'istituto della concessione di opera pubblica costituisce quella formula organizzatoria a valenza sostitutiva idonea a sopperire le carenze strutturali e funzionali dell'apparato pubblico e capace, da un lato, di garantire il decentramento delle attribuzioni dell'amministrazione centrale o locale, e dall'altro di assicurare l'accesso a fonti di finanziamento direttamente provenienti dall'area dell'imprenditoria privata"<sup>[63]</sup>;

-

permessi per la realizzazione dell'opera di progetto. Si tratta dei permessi relativi al rischio ambientale ed a quelli di natura urbanistica ed edilizia che sono necessari per la realizzazione del progetto. La validità e

l'esistenza di tali documenti è condizione necessaria per la realizzazione del progetto, sono oggetto di apposite clausole del contratto di finanziamento, che normalmente contiene un elenco dei permessi necessari per la realizzazione dell'opera. Spetta agli avvocati della società progetto ed a quelli dei finanziatori il compito di concordare l'elenco contenuto nel credit agreement;

-

contratti per l'utilizzo di beni o diritti di terzi. Si tratta dei documenti attraverso i quali la project company si assicura i diritti materiali, come il diritto di accesso sull'area sulla quale l'opera verrà realizzata, oppure immateriali, come la licenza per l'utilizzo di una data tecnologia. Tali diritti possono anche essere concessi dalla Pubblica Amministrazione e, in tal caso, si dovranno attendere i tempi delle procedure amministrative;

-

diritti relativi all'area di costruzione del progetto. Si tratta normalmente del diritto di proprietà o di superficie sul sito nel quale verrà realizzata l'opera di progetto;

-

contratti di appalto per la realizzazione dell'opera ed eventuali subappalti. Il contratto di appalto, inerendo alla fase realizzativa dell'opera, assume nel contesto dell'intera operazione un enorme peso, è fondamentale che tutti gli standard progettuali e tecnici siano rispettati con precisione e puntualità. Il

contratto di costruzione è il documento che contiene la regolamentazione del maggior rischio, che tende ad essere trasferito al costruttore attraverso la pattuizione chiavi in mano. La redazione di questo delicato documento è affidata agli avvocati della project company;

-

contratto di gestione e manutenzione. Altro contratto fondamentale del progetto, relativo alla fase operativa è quello di gestione e manutenzione. Il profilo di rischio è inferiore rispetto a quello di costruzione, ma anche nella redazione di questo documento gli avvocati della società progetto devono prestare la massima attenzione;

-

garanzie per i project contracts e bonds. Si tratta di garanzie bancarie, come i bonds, o assicurative, o di entità terza di accettabile solidità finanziaria, rivolta a rendere bancabile la responsabilità patrimoniale di un soggetto, controparte contrattuale della società progetto, generalmente per danni o per restituzione degli anticipi ricevuti<sup>1641</sup> ;

-

assicurazioni. La stipulazione di polizze assicurative è affidata ad appositi consulenti assicurativi, ma tecnicamente si tratta di contratti di progetto, dal momento in cui la presenza di apposite assicurazioni relative ad alcuni rischi del progetto costituisce un obbligo per la società progetto, regolamentato

dettagliatamente nel credit agreement;

-

contratti di fornitura. Si tratta dei contratti necessari per l'approvvigionamento delle materie prime, dei materiali o degli impianti necessari alla realizzazione del progetto. Anche la stipulazione di tali contratti richiede lunghe e laboriose trattative per gli avvocati della società progetto, in particolare se si adottano moduli contrattuali di fornitura incondizionata, come il put or pay contract;

-

contratti di vendita. A tali contratti è affidato il reddito derivante dall'attività del progetto. Nell'ipotesi in cui il prodotto o il servizio non sia venduto al dettaglio, gli avvocati della società veicolo cercheranno di stipulare contratti che prevedono l'acquisto incondizionato di volumi prefissati di prodotto o servizio a prezzi prestabiliti da parte del compratore. Si parla di take or pay agreement.

Durante la fase di finanziamento del progetto vengono redatti i finance documents<sup>[65]</sup>, tra i quali il più importante è il credit agreement, in questa fase cruciale gli avvocati della società progetto entrano in contatto con gli avvocati degli arrangers<sup>[66]</sup>.

I contratti di finanziamento assumono un ruolo fondamentale in un'operazione di project financing, in quanto, da una parte, devono salvaguardare i beni dei singoli promotori avendo cura di fondare le proprie garanzie sui flussi di cassa derivanti dal progetto, dall'altra, devono consentire ai finanziatori di effettuare valutazioni concrete sulla redditività del progetto in modo da ponderare l'assunzione dei rischi.

Mentre i project contract, che hanno natura contrattuale, sono redatti dai legali della società progetto e rivisti dai legali degli arrangers, i finance documents sono stipulati dai legali degli arrangers e vengono negoziati con i legali

della società veicolo. Si può dire che in questa fase il progetto è interamente nelle mani dei consulenti legali, dal momento in cui il tipo di lavoro richiede competenze legali altamente specializzate, in particolare modo per tutto ciò che attiene il credit agreement.

Generalmente i finance documents comprendono:

-

il credit agreement o accordo di finanziamento;

-

i security documents<sup>[67]</sup>, che rappresentano il pacchetto delle garanzie reali inerenti al finanziamento;

-

l'intercreditor agreement, che riguarda alcuni rapporti tra i finanziatori;

-

i documenti di garanzia, si tratta di forma di supporto esterno nel caso in cui il finanziamento sia del tipo limited recourse;

-

i contratti inerenti ai conferimenti di capitale alla società progetto da parte degli sponsors, si tratta degli equity contribution agreement;

-

gli hedging agreements, si tratta di contratti stipulati a copertura dei rischi finanziari, in particolare i rischi di oscillazioni dei tassi di cambio e dei tassi di interesse;

-

i directs agreements, si tratta di contratti relativi alle situazioni patologiche del progetto, essi prevedono rimedi a disposizione dei finanziatori in caso di crisi del progetto.

Gli avvocati degli arrangers

predispongono un documento, il due diligence legale report, che consiste in un rapporto di sintesi sul progetto e sulla sua bancabilità formale e sostanziale, a beneficio dei clienti degli arrangers. Il contenuto, che comprende la natura e le caratteristiche della società progetto, i project contracts, le concessioni e i permessi amministrativi e l'ambiente normativo generale del progetto, coincide con tutto ciò che compone

il progetto.

Questo documento è sotto il controllo degli arrangers e dei loro legali e costituisce una delle condizioni da cui dipende la facoltà della società progetto di utilizzare il finanziamento accordatole. Per questo motivo, sia la società veicolo, che gli sponsors, consentono che tale documento sia interamente nelle mani degli arrangers.

Le legal opinions rappresentano la documentazione conclusiva della fase di montaggio del finanziamento, esse riportano l'attestazione della validità giuridica delle principali caratteristiche del progetto.

Anche la redazione di tale documento, come avviene per il due diligence report è condizione per l'erogazione del finanziamento.

La legal opinion è un documento caratterizzato da un elevato grado di formalismo e di tecnicismo giuridico, ciò è naturale visto che lo scopo di tale documento è proprio quello di attestare la validità giuridica delle caratteristiche del progetto.

Le legal opinions vengono redatte sia dagli avvocati degli arrangers, che dagli avvocati della società progetto, i documenti redatti da questi ultimi spesso, però, sono meno tecnici e dettagliati rispetto alle legal opinions redatte dai consulenti legali degli arrangers.

Nel predisporre tale documentazione vengono coinvolti gli avvocati locali e quelli esperti di diritto anglosassone per quei documenti, come il credit agreement ed altri financial documents, che normalmente sono retti dal diritto inglese o da quello dello stato di New York.

Le legal opinions, inerenti ad un'operazione di project financing, difficilmente trascureranno l'analisi dei seguenti punti:

-

la valida costituzione della società progetto;

-



la valida redazione e sottoscrizione, da parte della società progetto e delle altre patri coinvolte, dei project contracts e dei financial documents;

-

la valida costituzione delle garanzie reali che la società progetto concede ai finanziatori;

-

la proprietà dei beni inerenti al progetto in capo alla società veicolo;

-

la validità dei documenti amministrativi, come licenze, concessioni ed altri permessi;

-

l'esistenza di restrizioni alla convertibilità della valuta;

-

l'esistenza e la validità di clausole di indennizzo inerenti alla determinazione e al pagamento di interessi di mora;

-

lo status giuridico delle obbligazioni della società progetto e l'esistenza di norme di diritto locale che permettano un trattamento privilegiato a determinati creditori, come lo stato per le imposte, i lavoratori per i crediti derivanti dalla retribuzione, ecc.;

-

la possibilità di emettere decisioni di condanna, secondo il diritto locale, al pagamento di somme di denaro in valuta diversa da quella locale;

-

la validità di disposizioni che permettano l'applicazione di un diritto diverso da quello locale.

Queste questioni sono molto importanti e perciò oggetto delle legal opinions, ma sono solo alcune, gli avvocati degli arranger possono chiedere di esaminare numerosi ulteriori elementi in ragione delle peculiarità di ogni singolo progetto.

Al termine della fase di montaggio del project financing il progetto deve essere proposto al mercato dei finanziatori, tale compito spetta agli arrangers, essi devono contattare gli eventuali finanziatori che passeranno al vaglio l'operazione per decidere se comprare o meno una partecipazione.

In questo momento gli sponsor hanno ottenuto il finanziamento, ma hanno l'obbligo di cooperare con gli arrangers per la buona riuscita della sindacazione.

Spetta ai consulenti legali degli arrangers presentare alle banche interessate le informazioni necessarie affinché queste prestino la propria adesione, generalmente le informazioni riguardano:

-

il progetto, sia per ciò che attiene la sua natura industriale, che per le sue caratteristiche tecnologiche. Il progetto deve essere affidabile dal punto di vista industriale ed utilizzare tecnologie non totalmente innovative;

-

i conti del progetto, in particolare il modello finanziario possibilmente certificato da consulenti specializzati;

-

il contesto normativo e contrattuale del progetto.

In questo momento gli avvocati devono trasformare le attese tecnico-industriali e le previsioni del modello finanziario in rapporti contrattuali validi e vincolanti. Essi devono cercare di trasformare le previsioni future in valore attuale, in modo da convincere i finanziatori ad acquistare le partecipazioni vincolandosi contrattualmente.

Nel momento di definitiva chiusura di tutte le condizioni contrattuali del finanziamento tra la banca arranger ed il pool dei finanziatori<sup>(68)</sup> la società progetto può cominciare ad utilizzare il finanziamento concesso.

In questo periodo, essendo disponibili i fondi, inizia la fase di costruzione, ma può anche succedere che la costruzione dell'opera sia già iniziata utilizzando altre fonti come:

-

l'equity, cioè il capitale di rischio che gli sponsor sono comunque obbligati a conferire;

-

prestiti subordinati concessi temporaneamente dagli sponsors alla società progetto. Le somme prestate vengono restituite dalla società nel momento in cui è possibile utilizzare il primo finanziamento di progetto;

-

un prestito temporaneo che gli stessi finanziatori del progetto concedono alla società veicolo in base alle garanzie fornite dagli sponsors.

Dal momento in cui inizia la costruzione dell'impianto termina la fase in cui i consulenti legali svolgono un ruolo fondamentale, il loro compito non è terminato, in quanto verranno convocati per ogni problema inerente al progetto o al finanziamento, che non rientra nei canoni prestabiliti.

## **7.conclusioni**

La diffusione in Italia dell'istituto, diversamente da quanto accaduto in altri paesi di civil law è stata fortemente ostacolata dalla mancanza di una legge interna che ne definisse con chiarezza i contorni e le concrete possibilità applicative.

Il timore da parte degli operatori economici era quello di investire in un settore così delicato e rischioso in assenza di certezze normative. Ne è seguito un lungo e travagliato dibattito legislativo per l'emanazione di una normativa che introducesse nel nostro ordinamento uno strumento in grado di superare il problema dell'endemica incapacità di finanziamento statale locale delle grandi infrastrutture pubbliche.

Il dibattito è sfociato, per il settore del project financing pubblico, nell'emanazione dell'art. 11 della legge n. 415/1998 (c. d. Merloni-ter) che ha inserito nel corpo della legge quadro otto nuove disposizioni (artt. da 37 bis a 37 novies). L'articolato in questione introduce un interessante novità nella disciplina del project financing: la previsione del vincolo programmatico; l'art. 37 bis stabilisce infatti che le proposte di finanziamento possono riguardare soltanto lavori pubblici e di pubblica utilità inseriti nella programmazione triennale di cui all'art. 14, comma 2 della legge stessa ovvero negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente. Il legame della proposta progettuale al vincolo programmatico risponde chiaramente all'esigenza che è stata avvertita nel corso dei lavori preparatori di scongiurare la realizzazione di opere non in linea con i piani di intervento assunti dalla pubblica amministrazione per il soddisfacimento di bisogni della collettività.

L'istituto è stato definito "un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica, nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare [...] il flusso di cassa 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". Questa definizione ha il merito non indifferente di mettere in risalto le note caratteristiche dell'istituto in esame: l'idoneità dell'attività economica che viene finanziata a produrre

flussi di cassa di segno positivo che siano sufficienti a coprire i costi operativi; la possibilità di restituire le somme ricevute in prestito per la realizzazione del progetto e fornire un apprezzabile margine di profitto al promotore dell'iniziativa, che ha il fondamentale compito di redigere un progetto (che la maggior parte delle volte mira alla realizzazione di opere pubbliche) idoneo ad attirare l'attenzione di istituti di credito potenziali finanziatori.

Sotto il profilo economico e finanziario il fenomeno in esame si sostanzia in una tecnica di finanziamento alternativa rispetto a quelle tradizionali di impresa: solitamente infatti nel finanziamento di impresa gli istituti bancari soppesano l'affidabilità creditizia di un soggetto economico in proporzione alla consistenza patrimoniale dell'impresa nonché sulla base della titolarità da parte dell'impresa stessa di beni su cui far gravare eventuali garanzie reali. Nelle operazioni di project financing invece, la banca accentra la propria attenzione sulla qualità del progetto che le viene prospettato, con il solo scopo di verificare la capacità di tale progetto di generare un flusso positivo di cassa che sarà in grado di rimborsare in seguito il prestito erogato. In questa valutazione l'istituto di credito prescinde totalmente da qualunque apprezzamento riguardo la natura economica o la solidità patrimoniale dell'azienda che richiede il finanziamento per la realizzazione del progetto.

Se da un punto di vista pubblicistico si è messo mano alla materia, permane, di contro, una sostanziale indecisione legislativa, anche dopo il recente decreto legislativo n. 6/2003 e succ. mod. ed int. per un modello societario adatto alla struttura del project financing, benché lo sdoganamento dei patti parasociali dagli accordi illegittimi abbia migliorato di molto la situazione[69].

Si deve, quindi, considerare l'inadeguatezza della normativa vigente<sup>[70]</sup>, anche se l'ambito in questione è quello di ideale realizzazione del project financing e quello che veramente necessita è un nuovo impulso e un rinnovamento delle forme di finanziamento.

Il project financing è totalmente privo di un'autonoma disciplina se vuole essere utilizzato per la realizzazione di iniziative imprenditoriali private.

Tale forma di finanziamento è sorta in sistemi di common law, che sono a base giurisprudenziale, fondati sull'autorità dei precedenti, cioè, il vincolo che una determinata pronuncia giudiziale rappresenta per le pronunce successive. Questo sistema facilita l'adattamento dell'ordinamento giuridico alle esigenze specifiche del project financing. Nel nostro ordinamento si deve ricorrere alla disciplina dei singoli tipi di contratto, che risulta limitativa e rigida rispetto alle esigenze del project financing. Inoltre questa visione atomistica impedisce di cogliere l'essenza del project financing come sistema complesso e articolato, multi-contrattuale, di finanziamento che realizza un sistema di ripartizione dei rischi, tra i soggetti partecipanti all'iniziativa.

La disciplina di alcuni contratti, per effetto della loro inclusione in un finanziamento di progetto, subisce deroghe, in particolare per ciò che attiene l'allocazione dei rischi, che potrebbero sembrare eccessive ed

ingiustificate, ma che hanno una precisa logica se inquadrare all'interno dello schema in esame<sup>[71]</sup>.

Anche l'ordinamento societario nostrano, quale sistema chiuso (come detto, la recente riforma ha introdotto poche e quasi solo formali novità), può rendere problematico il recepimento di alcune caratteristiche del project financing. La logica del ring fence domina la struttura societaria nelle operazioni di project financing e molte caratteristiche che la contraddistinguono possono creare problemi di conciliabilità con il diritto societario italiano<sup>[72]</sup>.

Pertanto anche in tale campo sono necessari adattamenti ed un approccio ermeneutico allargato che consideri il project financing nel suo insieme.

Occorre indagare la causa tipica del project financing per analizzare i profili di compatibilità con il sistema giuridico italiano e per riconoscergli quella "meritevolezza" che gli permette la tutela dell'ordinamento<sup>[73]</sup>.

La causa tipica del project financing, alla luce della quale possono essere interpretate le deroghe al sistema, può essere rinvenuta nel sistema di allocazione e gestione dei rischi che caratterizza la realizzazione di progetti di particolare complessità.

Ciononostante si possono comunque evidenziare, anche in Italia, le peculiarità del tipo di finanziamento in esame, in termini di vantaggi derivanti dal suo impiego, rispetto ad altri metodi finanziamento, in particolare quelli tradizionali.

Il project financing consente un'allocazione dei rischi tra i soggetti partecipanti all'iniziativa, ciò rende possibile la realizzazione di opere particolarmente complesse e costose, che non potrebbero essere sostenute da un unico finanziatore mediante le tradizionali tecniche di finanziamento. Grazie alla ripartizione dei rischi i soggetti sono maggiormente incentivati alla partecipazione, dal momento in cui, nell'eventualità in cui il progetto fallisca, le ripercussioni negative vengono equamente ripartite.

Altra conseguenza della ripartizione dei rischi è la maggiore leva finanziaria che l'operazione è in grado di sostenere, con conseguente aumento della redditività del capitale investito per gli ideatori-sponsors.

Per quanto riguarda gli sponsors, oltre al vantaggio della ripartizione dei rischi, l'investimento in un'operazione di project financing non limita la loro capacità di indebitamento. I finanziamenti necessari per la realizzazione dell'iniziativa rimangono fuori dal bilancio dei promotori; la costituzione della società progetto comporta che sia questa ad indebitarsi nei confronti del pool di finanziatori<sup>[74]</sup>.

Inoltre la creazione di una società veicolo consente di isolare le sorti e i rischi del progetto dalle vicende inerenti gli sponsors o in altro modo estranee al progetto.

I vantaggi sono notevoli anche per le banche finanziatrici, esse accedono ad operazioni che garantiscono un elevato margine di redditività, sia in termini di tassi di interesse che di commissioni. Le banche non svolgono solo una tradizionale funzione di erogazione di fondi, ma svolgono attività di studio e di consulenza finanziaria, si occupano della collocazione del finanziamento e talvolta partecipano direttamente all'investimento sottoscrivendo parte dei finanziamenti. Per assumere tali ruoli ricevono elevate commissioni, inoltre, si tratta di attività che non sono particolarmente rischiose, ma richiedono competenze specifiche.

Gli aspetti positivi investono anche le imprese di costruzione e gestione dell'opera, esse hanno la possibilità di operare in settori che hanno prospettive di reddito particolarmente elevate, realizzando progetti di grande rilevanza, non avvicinabili mediante strumenti finanziari tradizionali.

Ciascuno dei principali soggetti partecipanti accresce il proprio bagaglio di conoscenze ed esperienze, fondamentali per l'espansione del project financing, che necessita di operatori esperti con elevate capacità professionali.

Gli svantaggi non mancano e si possono certamente collegare alla sua estrema complessità, specie nella fase iniziale.

I costi di montaggio dell'iniziativa sono molto elevati, necessitano di studi di fattibilità che comportano il ricorso a svariati consulenti tecnici esperti in differenti discipline<sup>[75]</sup>. Le spese sostenute dagli sponsors per gli studi preliminari non sempre hanno la garanzia di essere ripagate visto che il progetto potrebbe non risultare bancabile.

Per il notevole numero dei soggetti coinvolti e la molteplicità degli schemi contrattuali impiegati le trattative sono lunghe e complicate. Si deve ottenere un equilibrio tra i vari partecipanti, in modo che per ognuno sia conveniente assumere una certa porzione di rischio imprenditoriale. La complessità delle trattative può causare disaccordi e complicazioni che portano alla rinuncia del progetto, con evidente spreco di risorse e tempo.

I tempi per la realizzazione di un finanziamento di progetto sono molto lunghi<sup>[76]</sup>; l'operazione va studiata, strutturata e se possibile finanziata. I finanziamenti di questo tipo sono a lungo termine, ci vogliono circa 10-15 anni prima che il progetto sia in grado di realizzare un flusso di cassa positivo.

I finanziatori godono di stringenti poteri di controllo ed i costi per il monitoraggio del progetto sono ingenti. I finanziatori necessitano di molte informazioni che permettano un sistema di controllo sulla gestione e realizzazione del progetto estremamente accurato e stringente<sup>[77]</sup>.

Le banche finanziatrici assumono un livello di rischio più elevato rispetto ai finanziamenti tradizionali, le



garanzie fornite dalla società progetto non saranno mai sufficienti, nell'ipotesi in cui si verificasse una situazione patologica, a garantire il rimborso del prestito. Nei finanziamenti tradizionali le garanzie reali hanno un valore superiore al debito assunto e, in caso di mancato pagamento del debitore, possono essere escusse per recuperare i fondi erogati. Nel project financing, invece, il capitale di debito viene rimborsato attraverso i flussi di cassa del progetto e le garanzie svolgono solo un ruolo marginale<sup>[78]</sup>.

Anche gli sponsors dell'operazione assumono maggiori rischi, perché, per quanto vengano ripartiti tra i partecipanti, il successo dell'iniziativa dipende dal comportamento di svariati soggetti, ciascuno corre i rischi inerenti al proprio comportamento, ma subisce le conseguenze della condotta di tutti gli altri.

Per la società progetto i costi di indebitamento sono più elevati rispetto ai finanziamenti tradizionali, dal momento in cui le banche assumono maggiori rischi e sono sostenute da minori garanzie, richiedono tassi di interesse molto elevati<sup>[79]</sup>.

I suddetti limiti normativi, la mancanza di operatori specializzati e l'inadeguatezza del sistema bancario sono la causa dei pochi casi, realizzati in Italia, di opere pubbliche ed investimenti industriali privati realizzati con la tecnica della finanza di progetto.

Che dire: project financing, uno strumento utile.

Elenco autori:

AA.VV.

Enciclopedia Garzanti del diritto, Garzanti, Milano 2001;

AA.VV.

Le garanzie contrattuali. Fideiussione e contratti autonomi di garanzia nella prassi interna e nel commercio internazionale, Egea, Milano 1994, pp. 199-239;

AA.VV.

Il contratto internazionale d'appalto, Milano 1992, pp.1-195;

AA.VV.

I contratti dell'industria e del commercio internazionale, tomo primo, trattato e diretto da F. Galgano, pp. 465 e segg.;

AA.VV.

La nuova disciplina dell'impresa bancaria, volume II, L'attività delle banche, A cura di U. Morera e A. Nuzzo, Giuffrè, Milano 1994, pp. 71-115;

Boeri T., Cohen R. Analisi di progetti di investimento. Teoria e applicazioni per il project financing, Egea,

Milano 1999;

Cagnasso O.,

Società di capitali, Utet,

Irrera M.

Torino 1990, pp. 121 e segg..

Campobasso G.F.

Diritto commerciale. Diritto delle società, Utet, Torino 1988;

Cappellini G.,

Il settore del project

Gatti S.

financing. Situazione attuale e prospettive future, *Economia & Management*, n. 6 del 1997;

Carrière P.

Project financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano, Cedam, Padova 1999;

Ceschi A.,

Project financing. Fondamenti

Coltellacci M.,

Tecnici, Economici e Giuridici,

Fidone G.,

Dedalo, Roma 2001;

Lepore M. C.

Cottino G.

Le società. Diritto commerciale, Cedam, Padova 1999;

De Nictolis R.

Nuove garanzie personali e reali. Garantievertrag, fideiussione omnibus, lettere de patronage, sale lease back, Cedam, Padova 1998;

Draetta U.

Il Diritto dei contratti internazionali, Cedam, Padova 1988;

Draetta U.,

Il project financing.

Vaccà C.

Caratteristiche e modelli contrattuali, Egea, Milano 1997;

Finnerty J. D.

Project financing. Asset Based Financial Engineering, J. Wiley & Sons, inc. New York 1996, pp. 1-52;

Gabbrielli M.,

Finanza. Dizionario, Il sole 24 ore,

De Bruno S.



Milano 2000;

Galgano F.

Diritto civile e commerciale, Cedam, Padova 1990, pp. 1-442;

Gastaldi G.

Il testo Unico bancario tra innovazione e continuità, Giappichelli, Torino 1997, pp. 27-194;

Gatti S.

Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo, Bancaria Editrice, Milano 1999;

Imperatori G.

Il project financing. Una tecnica, una cultura, una politica, Il sole 24 ore libri, Milano 1996;

Irrera M.

Le deliberazioni del consiglio di amministrazione. Vizi e strumenti di tutela, Giuffrè, Milano 2000;

Merz S.

Manuale pratico della impresa personale in forma societaria, Cedam, Padova 2000;

Nevitt P.K.

Project financing, Laterza, Milano 1987;

Resti A.

Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche. Una guida metodologica, Alpha test, Milano 2001;

Sacco R.,

Obbligazioni e contratti, estratto

De Nova

da G.Trattato di diritto privato, Utet, Torino 1998;

Resti A.

Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche. Una guida metodologica, Alpha test, Milano 2001;

Torino R.

I contratti parasociali, Giuffrè, Milano 2000;

Vigone L.

Contratti atipici. Nuovi strumenti commerciali e finanziari, Giuffrè, Milano 1993;

Zadano G.

Qualità del progetto, sistema contrattuale e garanzie: elementi chiave per il project financing ed il coinvolgimento del settore privato, "Bancaria", n. 4 del 1995, pp. 217-226.

[1] "Its origins can be traced to the thirteenth century when the English Crown negotiated a loan from the Frescobaldi, one of the leading merchant bankers of the period, to develop the Devon silver mines." J. D. Finnerthy, Project financing. Asset-Based Financial Engineering, John Wiley & sons,inc., New York 1996, p.7.

[2] Il common law nell'accezione più ampia, contrapposta a codificazione, è il sistema giuridico proprio dei paesi anglosassoni e particolarmente della Gran Bretagna, degli Stati Uniti d'America e dei paesi facenti parte del Commonwealth britannico. In un significato più ristretto, Common Law indica il diritto inglese elaborato dalle corti centrali di Londra, a base giurisprudenziale, esente da influssi romanistici e fondato sull'autorità dei precedenti, cioè sul vincolo che una determinata pronuncia giudiziale rappresenta per le pronunce successive.

[3] Il mutuo è il contratto con il quale una parte (mutuante) consegna all'altra (mutuatario) una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stesse specie e qualità. È disciplinato dagli artt.1813-1822 c.c..

Il mutuo può essere sia un contratto reale, che si perfeziona con la consegna delle cose dal mutuante al mutuatario, che consensuale. Con il contratto consensuale di mutuo il mutuante si obbliga a prestare una somma di denaro al mutuatario. Questa promessa di mutuo nel linguaggio corrente prende il nome di contratto di finanziamento e ha la funzione di proteggere non solo l'interesse del mutuante alla restituzione della somma, ma anche l'interesse del mutuatario a riceverla; tale interesse appare evidente nel caso di finanziamento bancario alle imprese.

Il mutuo è di regola un contratto a titolo oneroso: il corrispettivo che il mutuatario deve al mutuante consiste nella corresponsione degli interessi.

[4] Le piccole e medie imprese erano legate a nuclei familiari, mentre gran parte delle attività economiche erano nazionalizzate tramite le grandi finanziarie pubbliche di partecipazione.

[5] La Borsa Valori è il mercato organizzato per la negoziazione dei titoli, ovvero di quegli strumenti finanziari che sono rappresentativi di debiti (obbligazioni), o di quote di capitale di un'impresa (azioni) o sono da questi derivati (futures, swaps, opzioni).

[6] "La legge bancaria del 1936 prevedeva la suddivisione degli operatori in due distinte categorie: le banche a breve, deputate ad esercitare in prevalenza il credito commerciale utilizzando fondi di raccolta prevalentemente a vista; gli istituti di credito speciale che concedevano finanziamenti finalizzati a media e lunga scadenza a fronte di una raccolta basata sull'emissione di obbligazioni" G. Gastaldi, *Il testo unico bancario tra innovazione e continuità*, Giappichelli, Torino 1997, p.27.

[7] R. Rizzini, *Il project financing; fabbisogni finanziari a medio-lungo termine e rapporto con le banche*, "La finanza in azienda", novembre 1996, p. 60.

[8] Le garanzie reali o diritti reali di garanzia sono diritti su cosa altrui, costituiti a vantaggio del creditore per assicurare sulla cosa medesima il soddisfacimento di un'obbligazione. Nel nostro ordinamento assumono la forma di pegno e ipoteca.

[9] La presenza di garanzia reale nelle operazioni a medio-lungo termine è sempre stata prerogativa imprescindibile e spesso obbligatoria per ottenere il finanziamento. Tale cautela è condivisibile e necessaria nel caso di operazioni di credito fondiario ed edilizio dove il bene finanziato rappresenta e conserva nel tempo un valore stabile e congruo rispetto a quello delle somme erogate. Non si può dire lo stesso delle garanzie reali iscritte sui beni di tipo industriale, strumentali all'attività d'impresa, che conoscono processi di obsolescenza e deprezzamento rapidi.

[10] D. L.vo n. 385 del 1.10.1993.

[11] Le banche assumono un ruolo centrale nel project financing: oltre ad essere prestatori di capitali, spesso sono i consulenti finanziari del progetto (financial advisor) e i suoi organizzatori con compiti e responsabilità variabili (arranger); possono sottoscrivere quote di capitale assumendo il ruolo di sponsor e soci della società progetto, oltre che assumere il compito di gestire il finanziamento concesso, assumendo le vesti di agenti (agent) o le garanzie (security agent).

[12] M. Miscali, *IL project financing in I contratti del commercio e dell'industria*, tomo primo, a cura di F. Galgano, Utet, Torino 1995, p.733.

[13] G. Cappellini  
S. Gatti, *Il settore del project financing in Italia. Situazione attuale e prospettive future*, "Economia e Management", n. 6 del 1997, p. 70.

[14] Le esigenze di unitarietà e la specificità del progetto privilegiano il modulo organizzativo che si incentri su un'apposita società, caratterizzata da un regime giuridico di responsabilità limitata dei soci ed il cui oggetto sociale è generalmente limitato alla gestione e realizzazione del progetto.

In questo modo si riesce ad isolare economicamente e giuridicamente il progetto dagli sponsors e viceversa, consentendo anche di imporre un efficace vincolo di destinazione e di intangibilità a favore dei finanziatori sui beni della società progetto e sul flusso di cassa generato dal progetto, senza interferenze con altre attività economiche e finanziarie riferibili ai promotori.

Tale separazione economica e giuridica rappresenta il ring fence, da cui consegue che l'eventuale fallimento del progetto investe solo il capitale di rischio conferito dagli sponsors e non si estende, ex art. 2740 c.c., all'intero patrimonio dei soci; viceversa, le situazioni patologiche degli sponsors non si propagano al progetto.

[15] Il project financing with limited recourse è il più utilizzato, in questo tipo gli sponsors prestano garanzie o supporto finanziario. Il coinvolgimento degli sponsors può essere limitato:

- nel tempo (generalmente durante il periodo di costruzione);



- nell'ammontare (potendo essere chiamati ad interventi di equity injection, cioè erogazioni di capitale proprio che gli sponsors sono chiamati ad effettuare nel momento in cui i test economico-finanziari non siano soddisfatti);
- nella qualità (gestendone efficacemente l'impianto e garantendone certi livelli di performance).

[16] Università degli Studi Bologna. Scuola di Specializzazione in Diritto Amministrativo e Scienza dell'Amministrazione, Il project financing, Ktèma, Bologna 1996, p. 8.

[17] Inoltre i bilanci prevedono solo informazioni fino alla data della loro formulazione, le redditività indicate sono riferite al passato, assumono posizioni di liquidità che nel frattempo potrebbero essere variate e non valutano gli sviluppi positivi del progetto proposto.

[18] In particolare il valore delle garanzie in futuro dipenderà dal prezzo che un potenziale acquirente sarà disposto a pagare a quel tempo, tale prezzo dipenderà anche dagli investimenti alternativi che saranno allora disponibili all'acquirente e le banche, data la difficoltà di attribuire alle garanzie un valore affidabile, applicheranno ad esse aggiustamenti conservativi di tipo soggettivo.

[19] Come già osservato e come si approfondirà oltre (capitolo tre), i finanziatori e in particolare le banche assumono un ruolo di primo piano. Esse non solo prestano i capitali, ma spesso sono consulenti finanziari, organizzatori e garanti del progetto.

[20] I soggetti coinvolti in un'operazione di project financing pongono in essere il security package che consiste in un complesso di accordi, contratti, impegni e garanzie attraverso cui si pone in essere il frazionamento dei rischi. L'argomento verrà trattato più diffusamente nel quarto capitolo.

[21] La situazione di fisiologico indebitamento che caratterizza la struttura finanziaria della società progetto, grazie alla logica del ring fence, non grava sui bilanci degli sponsors e non limita la loro personale capacità di indebitamento. Tale situazione è detta "deconsolidamento" o off-balance sheet

financing.

[22] La rivalsa dei finanziatori nei confronti degli sponsors può essere totalmente assente, nei project financing without recourse, oppure limitatissima, nei project financing with limited recourse.

[23] I finanziatori, data la complessità dell'operazione e l'importanza degli oneri organizzativi, attribuiscono notevole importanza alla professionalità e all'esperienza degli sponsors piuttosto che alla loro solidità economica.

[24] L'individuazione dei settori più promettenti per l'intervento del capitale privato si basa sulla considerazione congiunta dei seguenti tre fattori:

-

la presenza di un corpo normativo sufficientemente chiaro e non contraddittorio, soprattutto nel recepimento delle norme CE;

-

la possibilità di contare su un volume di affari su base annua sufficiente a poter assicurare un adeguato spazio di mercato all'ingresso di operatori privati e a poter garantire un buon investimento sul capitale

investito;

-

le manifestazioni di interesse già avanzate da potenziali entranti.

[25] Le opportunità di intervento più significative con la tecnica del project financing risiedono proprio nella partecipazione del partner industriale ad operazioni che coinvolgono il partner pubblico. Si cerca di incentivare l'utilizzo di tale tecnica nel tentativo di superare i problemi di una finanza pubblica disastrosa di fronte alla necessità di dotare l'Italia di una base infrastrutturale compatibile con quella degli altri paesi dell'Unione Europea.

[26] Si vedano, ad es., gli artt.37bis-37nonies della legge n. 415 del 1998.

[27] Solo i maggiori istituti di credito si sono recentemente organizzati, costituendo gruppi di esperti, reclutati anche all'estero, per colmare velocemente le carenze nei confronti delle banche estere.

Gli specialisti del settore devono avere familiarità non solo con la formulazione di piani finanziari di analisi di cash flow, ma anche con gli aspetti tecnici, legali e fiscali che sono parte integrante della strutturazione del progetto.

[28] Le ragioni che inducono un soggetto pubblico a sponsorizzare la costruzione di un'opera (in particolare infrastrutture) tramite un finanziamento di progetto sono riconducibili alla volontà di limitare l'intervento finanziario, coinvolgendo soggetti privati nel ruolo di finanziatori.

I privati possono essere partecipi:

-

mediante apporto di solo capitale di credito. Il capitale di rischio qui è totalmente versato dalla Pubblica Amministrazione, che si identifica con il socio fondatore della project company. Il capitale di credito viene raccolto tramite soggetti privati e si ottiene una parziale privatizzazione della struttura finanziaria accanto ad una struttura proprietaria totalmente pubblica. I soggetti privati limitano il loro intervento al finanziamento, senza intervenire nella fase gestionale;

-

mediante apporto sia di capitale di credito che di capitale di rischio. In tal caso l'ente pubblico può limitarsi a sponsorizzare il progetto, a creare le condizioni perché sia finanziato da soggetti privati, e ad appaltarlo. La project company può essere costituita esclusivamente da privati, oppure il settore pubblico partecipa alla fornitura di capitale di rischio insieme ai privati, in quest'ultimo caso la società ha capitale misto. Il privato diventa socio dell'ente pubblico tramite una gara di concessione, vinta la quale potrà gestire il servizio pubblico. Alla scadenza del periodo di concessione la proprietà dell'infrastruttura si trasferisce al settore pubblico.

[29] "Uno sponsor di successo presenta le seguenti caratteristiche:

-

lo studio di fattibilità e la programmazione finanziaria sono approfondite e professionalmente adeguate;

-

il costruttore e l'operatore hanno esperienza, hanno un curriculum adeguato e sono conosciuti per la loro integrità;

-

il mercato del prodotto e/o servizio da prodursi con il progetto è assicurato;

-

sono sotto controllo i problemi politici e di rischio paese;

-

identità, autorità e continuità del direttore del progetto sono indubbe;

-

nel caso di una joint venture, il finanziatore sa chi è l'interlocutore competente per il progetto;

-

la continuità della direzione operativa e finanziaria è assicurata per un periodo esteso;

-

il management del progetto ha una reputazione eccellente;

-

c'è sicurezza che il rapporto con il management sarà eccellente e che tutte le informazioni finanziarie e di produzione pertinenti saranno fornite correttamente e a tempo debito;

-

lo sponsor dovrebbe avere un certo peso;

-

lo sponsor è motivato dalla prospettiva di profili adeguati e fa sì che il progetto abbia successo;

-

lo sponsor ha precedenti esperienze in operazioni di project financing di successo ed è conscio dei tipi di problemi che possono sorgere". P.K. Nevitt, Project financing, traduzione e presentazione di P.De Sury, Laterza & Figli, Bari 1987, p. 47.

[30] S. Gatti, Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di

successo, Bancaria Editrice, Milano 1999, p. 82.

[31] La recente riforma del diritto societario, D. L.vo n. 6/2003 e succ. mod. ed ha previsto l'istituzione di "patrimoni separati" destinati in via esclusiva ad uno specifico affare o finanziamento. Si tratta di una novità assoluta, la cui disciplina, contenuta dall'art. 2447 bis all'art. 2447 decies, non brilla per organicità e chiarezza, che sarebbero state ben accette proprio per l'originalità e la novità dell'istituto. L'art. 2447 bis prevede due ipotesi, nel senso che la società può: a) costituire uno o più patrimoni, ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare, al suo rimborso, totale o parziale siano destinati i proventi dell'affare stesso o parte di essi. I patrimoni destinati a tale scopo non possono eccedere un valore complessivamente superiore al 10% del patrimonio netto della società, né essere costituiti per l'esercizio di affari riservati in base a leggi speciali.

[32] "Una medesima persona può avere più creditori: il suo patrimonio può costituire garanzia di una pluralità di crediti. Nei rapporti fra più creditori di un medesimo debitore la regola generale è quella della parità di trattamento: i creditori hanno uguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore (art 2741 primo comma c.c.); e se più creditori promuovono la vendita forzata dei beni del comune debitore, ciascuno si soddisferà sul ricavato della vendita in proporzione con l'ammontare dei rispettivi crediti. Questa è però la regola generale: ad essa fanno eccezione le cause legittime di prelazione, le quali consistono nel diritto di preferenza che è riconosciuto dalla legge a determinati crediti. Sono cause di prelazione il pegno, l'ipoteca, i privilegi (art. 2741 secondo comma c.c.)." F.Galgano, Diritto privato, Cedam, Padova 1996, p. 381.

[33] I finanziamenti corporate o corporate loans sono quelli concessi ad un'azienda funzionante a destinazione generica, senza cioè che esista un'esatta correlazione tra finanziamento concesso e investimenti effettuati.

[34] La corporation nella pratica italiana corrisponde a una società di capitali con personalità giuridica. Il capitale sociale è suddiviso in azioni; la responsabilità del singolo è limitata al capitale conferito.

[35] La partnership è un contratto assimilabile alla nostra società di persone, attraverso il quale i soci



conferiscono denaro, manodopera, capacità e abilità personali per lo svolgimento di attività produttive o commerciali, con l'accordo che vi sarà tra loro una ripartizione proporzionale degli utili o delle perdite derivanti.

[36] La recente riforma del diritto societario, D. L.vo n. 6/2003 e succ. mod. ed integrazioni non ha prodotto, infatti, nonostante i buoni propositi alcun modello alternativo maggiormente adattabile alle necessità del progetto di finanza. Sono stati previsti modelli societari con "patrimoni separati" destinati in via esclusiva ad uno specifico affare o finanziamento dagli artt. 2447 bis e segg. c.c., ma la loro costituzione è limitata al 10% del patrimonio sociale: davvero poca cosa per l'esigenze della finanza di progetto.

[37] G. Cottino, *Le società. Diritto commerciale*, Cedam, Padova 1999, p. 21.

[38] Sia la società responsabilità limitata, che la società per azioni godono della limitazione della responsabilità dei soci; soltanto il patrimonio sociale risponde dei debiti sociali. La differenza giuridica fondamentale tra le due società sta nel fatto che, mentre nella società per azioni le quote di partecipazione dei soci sono rappresentate da azioni, nella società a responsabilità limitata le quote di partecipazione non possono essere rappresentate da azioni. Per questa peculiarità la S.p.A. offre ai fondatori ed ai successivi azionisti la possibilità di ricorrere al mercato finanziario, tramite l'emissione di azioni ed obbligazioni, emissioni che non sono consentite alla S.r.l..

In considerazione di queste caratteristiche, la S.p.A. deve costituirsi con un capitale sociale non inferiore a €. 120.000, mentre il capitale sociale minimo della S.r.l. è di €. 10.000. Per il resto l'organizzazione dei due tipi di società è tendenzialmente identica.

[39] La società in accomandita per azioni è caratterizzata dalla presenza dei soci accomandatari, personalmente responsabili delle obbligazioni sociali, e dai soci accomandanti, obbligati nei limiti della quota di capitali sottoscritta.

Il capitale della S.A.P.A. è diviso in azioni e a tale società sono applicabili le norme relative alla S.p.A., in quanto compatibili con le disposizioni che disciplinano specificatamente l'istituto.

[40] "I compiti dell'advisor sono:

-

comprendere a fondo gli obiettivi degli sponsors nonché individuare eventuali soluzioni alternative per il loro perseguimento, prescindendo da un'aprioristica considerazione del project financing come l'alternativa che conduce al miglior risultato;

-

valutare i rischi insiti nel progetto, cercando di trovare le strategie per mitigarli, gestirli e allocarli;

-

assistere i promotori nella redazione e negoziazione dei principali contratti relativi al progetto;

-

assistere i promotori nella certificazione di tutti i permessi, licenze e autorizzazioni ottenute;

-

assistere gli sponsors nella stesura del business plan o rivedere quanto essi hanno elaborato;

-

evidenziare i problemi che gli sponsors non hanno considerato e che devono comunque essere risolti per assicurare il buon fine dell'operazione." Gatti, Manuale del project finance, p. 52.

[41] Nel business plan sono tradotti l'insieme dei dati raccolti, qualitativi e quantitativi, in cifre per valutare quale impatto hanno le diverse variabili sui flussi di cassa, sui risultati reddituali e sulla struttura della società progetto.

Questi dati sono il risultato dell'analisi di sensitività che consiste nell'effettuare una serie di test per valutare il comportamento del progetto al variare di una serie di parametri, in tal modo si stabilisce il grado di resistenza del progetto ad eventi potenzialmente negativi.

[42] L'information memorandum è il documento alla base di ogni progetto in quanto contiene e riassume tutti i principali elementi di un'operazione; esso riporta le informazioni di carattere generale inerenti al progetto e riassume il contenuto dei contratti attraverso il quale si realizza.

[43] La retainer fee viene pagata al consulente il quale necessita di capacità produttiva; gli analisti che svolgono gli studi preliminari. Spesso gli studi preliminari si svolgono per lunghi archi temporali, ciò comporta il sostenimento di costi che non verrebbero remunerati se il progetto non si rivelasse finanziabile.

La success fee è la commissione che viene pagata dagli sponsors quando il mandato di studio e progettazione dell'operazione termina proficuamente. La success fee viene fissata su base percentuale per incentivare la banca consulente a far sì che l'operazione venga strutturata e articolata secondo le condizioni più favorevoli per gli sponsors.

[44] Esiste anche un'operazione intermedia tra la sottoscrizione dell'intero capitale da parte della banca, e una del tipo best effort: la banca si impegna a sottoscrivere una quota rilevante del finanziamento alle stesse condizioni alle quali è proposto sul mercato, se in fase di sindacazione c'è un'adesione pari alle quote non sottoscritte.

L'arranger riceve una commissione per aver assunto questa obbligazione, l'impegno è inferiore a quello dell'underwriting poiché sussiste solo se la restante parte del finanziamento viene sottoscritta in fase di sindacazione.

[45] Naturalmente gli sponsors selezioneranno l'arranger anche sulla base di altri criteri: l'esperienza maturata in operazioni precedenti; la reputazione; la flessibilità riguardo ad eventi imprevisti successivi all'attribuzione dell'incarico, e riguardo all'eventualità di rinegoziare le condizioni del finanziamento; il costo del finanziamento.

[46] In merito al rischio assunto dalle banche si veda A. Sironi, Gestione del rischio e allocazione del capitale nelle banche, Egea, Milano 1996, pp. 1-42.

[47] Nevitt, Project financing, p. 28.

[48] Con il contratto di costruzione chiavi in mano gli sponsors ed i finanziatori dello special purpose vehicle trasferiscono sul contractor i rischi di costruzione della struttura. Al momento della consegna dell'impianto verrà pagato un prezzo fisso.

La clausola chiavi in mano è derivata dal diritto nordamericano, in base a questa, nei contratti di fornitura di impianti, il costruttore si impegna a fornire l'impianto o lo stabilimento senza che sia necessaria alcuna cooperazione da parte del committente.

[49] Talvolta accade che società particolarmente intraprendenti vogliono impegnarsi in nuovi affari che forniscono buone prospettive di investimento e vi si dedicano credendo di essere capaci di creare una buona squadra operativa. Tali tipi di operazioni sono però carichi di incognite e imprevisti. Un certo numero di operatori individuali meritevoli, riuniti per realizzare il progetto, può non essere in grado di lavorare in armonia come gruppo. Essi non sono abituati a collaborare e trattare l'uno con l'altro, potrebbero avere metodi differenti. Per questo è essenziale che a gestire l'operazione sia un gruppo precostituito con esperienza nel settore.

[50] Tale contratto è anche detto O & M agreement e costituisce un appalto di servizi. L'appalto è un contratto mediante il quale una parte (appaltatore) assume, con organizzazione di mezzi necessari e con gestione a proprio rischio, l'obbligazione di compiere per l'altra (appaltante) un'opera o un servizio verso un corrispettivo di denaro.

È regolato dagli artt.1655-1677 c.c., rientra nella categoria dei contratti di risultato, in quanto ha per oggetto la prestazione di un servizio o il compimento di un'opera, e quindi un prodotto o uno scopo precisi, non una generica prestazione di attività.

[51] Per il primo caso si pensi, ad esempio, alla fornitura di acqua potabile, per il secondo caso ai prodotti in campo energetico ove l'elettricità viene venduta a utilizzatori industriali.

[52] Si tratta dei contratti take or pay che prevedono l'acquisto di volumi prefissati di prodotto o servizio a prezzo prestabiliti da parte di un compratore, il quale paga anche nel caso in cui la società progetto non possa fornire quanto promesso. La società progetto deve, però, garantire al compratore una fonte alternativa e l'eventuale rimborso dei maggiori costi sostenuti dall'acquirente.

[53] Si tratta dei contratti put or pay in base ai quali il fornitore si obbliga a vendere alla società progetto volumi prefissati di beni a prezzi prefissati. In caso di mancata fornitura il fornitore deve reintegrare il maggior costo dovuto per la ricerca di altra fonte di beni.

[54] “Gli studi di fattibilità sono volti a comporre, in un quadro previsionale unitario, tutti gli elementi raccolti, relativi agli elementi economici e tecnici. Di solito vengono svolti sia studi di fattibilità tecnica, sia studi di fattibilità economico-finanziaria.” Draetta, Vaccà, *Il project financing*, p. 27.

[55] Il piano economico-finanziario è lo strumento di valutazione economica mediante il quale vengono comparati i costi complessivi e i ricavi attesi dalla realizzazione dell’opera, stabilendo se un progetto è o meno conveniente per i promotori. Il piano economico-finanziario, inoltre, è elemento di valutazione finanziaria per ciò che attiene la capacità del progetto di servire il suo debito.

[56] Draetta, Vaccà, *Il project financing*, p. 16.

[57] La due diligence consiste nell’attività di controllo e verifica analitica degli elementi formali riportati nella documentazione di un’operazione, nonché della verifica preventiva delle condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dei soggetti partecipanti. Essendo vari gli elementi oggetto dell’analisi essa viene svolta non solo dai consulenti tecnici, ma anche dai consulenti legali e fiscali.

[58] I financial documents rappresentano la documentazione legale relativa alla definizione degli aspetti finanziari dell’operazione, vengono redatti dai legali degli arrangers e negoziati in contraddittorio con gli avvocati della società progetto.

[59] Civil law è l’espressione anglosassone che individua, in contrapposizione a common law, il diritto romano, intermedio e moderno dei paesi dell’Europa continentale e dell’America Latina, ove il diritto

romano ha svolto un ruolo determinante.

[60] A. Ceschi, M. Coltellacci, G. Fidone, M. C. Lepore, Project financing. Fondamenti Tecnici, Economici E Giuridici, Editrice librerie Dedalo, Roma 2001, p. 26.

[61] I project documents rappresentano l'insieme dei contratti, permessi e ogni altra documentazione legale necessari per la realizzazione e la gestione dell'impianto. La redazione di tali documenti, la loro finalizzazione e il loro ottenimento costituiscono il compito principale e tipico degli avvocati della società progetto.

[62] Per un'ipotesi di divergenza si pensi al caso in cui gli arrangers non abbiano fiducia nella professionalità del costruttore dell'impianto incaricato sulla base di un contratto chiavi in mano e che questo sia uno sponsor. Gli arrangers richiederanno maggiori garanzie per la copertura di tale rischio. La fornitura di garanzie ulteriori potrebbe essere prestata dalla sponsor-costruttore o dall'insieme degli sponsors in base agli accordi, ma se le pattuizioni non hanno previsto tale eventualità si apre una parentesi negoziale legale per risolvere il conflitto.

[63] Ceschi, Coltellacci, Fidone, Lepore, Project financing, p. 118.

[64] Le principali garanzie, collaudate dalla contrattualistica internazionale in vigore, sono: garanzia per la partecipazione all'appalto, garanzia di buona esecuzione dell'appalto, garanzia per i pagamenti anticipati, garanzia per importi trattenuti e garanzia di assistenza.

[65] I finance documents rappresentano la documentazione legale definizione degli aspetti finanziari dell'operazione, vengono redatti dai legali dagli arrangers e negoziati in contraddittorio con gli avvocati della società progetto.

[66] Si ricorda che la banca arranger è l'istituto, o il pool di istituti bancari, con un ruolo predominante nell'organizzazione del prestito. L'attività dell'arranger si esplica con la definizione dell'importo e delle condizioni contrattuali del finanziamento e nella sindacazione dello stesso sul mercato.

[67] I security documents vengono usualmente tenuti separati dai finance documents in senso stretto dal momento in cui, i primi sono retti dal diritto del luogo in cui i beni oggetto delle garanzie sono situati, mentre i secondi sono retti prevalentemente dal diritto anglosassone.

[68] Tale momento è anche detto financial closing, in tale situazione si sono verificate tutte le condizioni che permettono il primo utilizzo del finanziamento.

[69] Novità importanti sono quelle recate dagli artt. 2341 bis e ter, che contengono il riconoscimento della validità e di una "limitata rilevanza sociale" dei patti parasociali - a condizione che abbiano una durata non superiore al quinquennio -, creati al fine di "stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società" ed aventi ad oggetto: a) l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano - cc.dd. sindacati di voto -; b) i limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano - i cc.dd. sindacati di blocco -; c) o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società.

Le disposizioni appena esposte non si applicano "ai patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo".

Nelle sole società che fanno appello al capitale di rischio, i patti devono essere comunicati alla società e dichiarati in apertura di ogni assemblea con annotazione nel verbale, perché, in mancanza di tale dichiarazione, i possessori delle azioni cui si riferisce il patto parasociale non possono esercitare il diritto di voto e le deliberazioni assembleari adottate con il loro voto determinante sono impugnabili a norma dell'art. 2377.

[70] La legge Merloni ter n. 415 del 1998 introduce, in materia di lavori pubblici, il sistema del project financing senza, però, regolarne alcuni aspetti salienti.



[71] Oltre ai problemi che riguardano l'applicazione, nel nostro ordinamento, di fattispecie aventi origine in sistemi giuridici di common law, in un contesto di project financing anche le fattispecie nostrane necessitano di adattamenti, la causa tipica e logica del project financing ne altera spesso la struttura.

[72] Il ring fence è la logica di isolamento reciproco dei rischi e dei destini del progetto da quello degli sponsors. Si realizza mediante la costituzione di un veicolo societario con responsabilità limitata dei soci e caratterizzato dai seguenti elementi: forte indebitamento, compagine sociale che permanga chiusa e stabile nel tempo e che risulta spesso costituita dai medesimi soggetti che, a vario titolo intervengono come controparti contrattuali della società progetto, una dinamica decisionale interna quanto più possibile umanistica e condivisa tra gli sponsors e finanziatori, un oggetto sociale blindato. Tali caratteristiche possono essere in contrasto con i principi societari del nostro ordinamento in tema di capacità sociale, conflitto di interessi, libera circolazione delle partecipazioni, ecc..

[73] L'art. 1322 primo comma codice civile prevede il potere dei privati di determinare il contenuto del contratto. Tale potere può essere esercitato all'interno del tipo contrattuale, o arricchendo, o restringendo la portata di quanto già fissato dalla legge. Il secondo dell'art. 1322 codice civile prevede che la facoltà di determinare il contenuto possa essere esercitata all'interno di contratti non tipici, ma atipici, "inventati" dai privati. Ciò accade quando l'arricchimento del contenuto di un contratto rispetto allo schema tipico ne stravolge l'assetto, andando oltre la sua elasticità naturale ovvero quando prescindono da ogni riferimento a scemi tipici.

La facoltà dei privati di dar vita a contratti innominati è subordinata al superamento del giudizio di meritevolezza previsto dall'art. 1322 secondo comma codice civile. Con tale giudizio si verifica se i contratti atipici "siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela". Viene così riconosciuto un controllo giudiziario sull'uso che i privati fanno della propria autonomia contrattuale.

[74] Il progetto appare nello stato patrimoniale dei promotori come partecipazione societaria e non come attività propria.

[75] Gli studi fattibilità sono studi multidisciplinari, comprendono diversi campi (fattibilità tecnica,

giuridica, economica, fiscale e finanziaria), pertanto necessitano dell'apporto di diversi professionisti.

[76] I tempi sono molto lunghi, dal momento in cui si parte da un'idea imprenditoriale fino ad arrivare ad un'impresa funzionante a pieno regime.

[77] La documentazione richiesta dalle banche per il monitoraggio del progetto è molto costosa e, spesso, richiede l'apporto di consulenti esterni. Tutti gli obblighi informativi hanno lo scopo di permettere ai finanziatori di esercitare i loro diritti di subentro, gli step in rights.

[78] La garanzia principale per la remunerazione del finanziamento è data dai flussi di cassa positivi che il progetto raggiunge durante il periodo operativo. Le garanzie reali hanno la funzione principale di permettere ai finanziatori il diritto di subentrare nella gestione dell'opera. L'escussione delle garanzie è un'ipotesi marginale, limitata all'eventualità in cui l'iniziativa non possa, in alcun modo, essere ricondotta a livelli di rendimento accettabili.

[79] A causa della maggiore esposizione al rischio imprenditoriale le banche chiedono una remunerazione più elevata in termini di tassi di interesse.

<https://www.diritto.it/project-financing-uno-strumento-utile/>