

Introduzione

Porre lo sguardo verso le dinamiche internazionali risulta oggi più che mai una necessità: negli ultimi decenni l'economia ha acquisito un nuovo carattere mondiale ed i rapporti economici si sviluppano sempre più oltre i confini nazionali.

L'internazionalizzazione dei traffici commerciali pone così l'esigenza di ricorrere, per quanto possibile, a modelli contrattuali comuni in grado di circolare con facilità nei diversi sistemi: l'espressione "contratto alieno"¹, emblematicamente, racchiude in sé il fenomeno del recepimento nella prassi operativa di numerose fattispecie contrattuali provenienti dall'elaborazione dei Paesi stranieri e, in particolar modo, di *common law*. Basti pensare, tra i molti contratti, al *sale and purchase agreement*, al *sale of the company*, al *leveraged buy-out* e, già in anni passati, al contratto di *franchising*, di *factoring*, di *forfeiting*, di *leasing*, o alle molteplici clausole contrattuali, tra cui le *merger clauses* o gli *entire agreements*, che hanno posto problemi di non poco conto al vaglio del nostro ordinamento.

Anche il *project financing* rappresenta un modello di contrattualistica nato e sviluppatosi nel sistema anglo-americano² che ha necessitato, fin dalle sue prime applicazioni nazionali, di momenti di riflessione in termini di compatibilità³, ormai acquisita, ponendo in risalto la differenza intrinseca tra la contrattualistica di *civil law*, che risente di codificazioni civilistiche storiche e complesse, e quella di *common law*, ispirata a criteri redazionali di completezza e autosufficienza.

L'istituto del *project financing*, tecnica di progettazione e programmazione di opere e servizi tutta incentrata sulla previsione della capacità del progetto di produrre flussi di cassa (*cash flows*) per la remunerazione del capitale investito e per il rimborso del finanziamento ricevuto, ha attratto

¹ G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Giappichelli, Torino, 2010.

² P.K. NEVITT, *Project Financing*, trad. it. ad opera di P. DE SURY, Laterza, Bari, 1987; E.R. YESCOMBE, *Principles of Project Finance*, Elsevier, Amsterdam, 2014; J.D. FINNERTY, *Project Financing: Asset-based Financial Engineering*, Wiley, Hoboken, 2013.

³ P. CARRIÈRE, *Project financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano*, Cedam, Padova, 1999, p. 33; S. PRESILLA, *Il project financing. Profili di compatibilità generale con l'ordinamento giuridico italiano alla luce della sua tradizionale diffusione nei paesi di origine anglosassone*, in *Nuova Rassegna*, 2004, p. 2108.

l'interesse del settore pubblicistico in un contesto di crisi della finanza pubblica⁴, quale modello alternativo di fattibilità economica per la realizzazione, gestione e finanziamento di progetti complessi. Il peculiare sistema di ripartizione del rischio sotteso alla finanza di progetto rende tale strumento particolarmente appetibile anche per il settore pubblico, permettendo alla pubblica amministrazione di realizzare servizi rivolti ai cittadini, contemperando la duplice esigenza di ridurre l'esborso finanziario e migliorare l'efficacia nella realizzazione e gestione di opere pubbliche. In ciò si realizza quella convergenza di interessi tra la pubblica amministrazione, interessata alla realizzazione dell'opera o del servizio minimizzandone i costi di realizzazione, e il privato, interessato ai ritorni economici legati alla realizzazione e gestione dell'opera o del servizio.

Dapprima utilizzato nell'ambito del settore energetico e poi infrastrutturale, ha ulteriormente trovato larga applicazione in plurimi settori pubblici attraverso le forme di partenariato pubblico-privato.

A fronte dell'importanza economica dell'istituto in questione, esso risulta, tuttavia, privo di una disciplina legislativa *ad hoc*, essendo, per converso, ampia la libertà lasciata ai privati di previsione di meccanismi di connessione tra i singoli frammenti negoziali e di previsione di clausole contrattuali atipiche, su cui si incentra l'essenza stessa della finanza di progetto. Anche il diritto amministrativo, infatti, non detta che poche regole specifiche⁵, più legate a procedimenti di selezione, controllo e gestione da parte della pubblica amministrazione che non una disciplina dell'istituto *ex se* e di regolazione dei rapporti sussistenti tra i diversi attori.

A fronte degli ampi studi che sono già stati dedicati al tema del *project financing* e che ne hanno ricostruito in dettaglio meccanismi funzionali e operativi⁶, il presente lavoro, tratteggiati i profili contrattuali e i rapporti tra i diversi soggetti, si concentra sugli aspetti della qualificazione giuridica e delle logiche manutentive.

Dall'assenza di una disciplina sostanziale del *project financing*, tanto civilistica quanto pubblicistica, nasce, infatti, l'interesse per la comprensio-

⁴ R. DIPACE, *Il project financing nel contesto del partenariato pubblico-privato*, in T.V. RUSSO (a cura di), *La Finanza di progetto. Profili economico-finanziari e problematiche giuridiche*, Esi, Napoli, 2009, p. 145.

⁵ Così gli artt. 183-186 del d.lgs n. 50/2016.

⁶ A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*, Giuffrè, Milano, 2003; G. IUDICA, *Finanza di progetto: la prospettiva di diritto civile*, in G.F. FERRARI, F. FRACCHIA (a cura di), *Project financing e opere pubbliche, problemi e prospettive alla luce delle recenti riforme*, Egea, Milano, 2004, p. 3; T.V. RUSSO, *Il project financing*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, Esi, Napoli, 2007; ID. (a cura di), *La finanza di progetto. Profili economico-finanziari e problematiche giuridiche*, Esi, Napoli, 2009; D. SCANO, *Project financing. Società e impresa*, in *Quaderni giur. comm.*, Giuffrè, Milano, 2006; T.V. RUSSO, P. MARCHETTI, *Manuale di diritto e tecnica del project financing*, Esi, Napoli, 2010; F. MONTANI, *Project financing. Inquadramenti contrattuali e profili applicativi*, Esi, Napoli, 2010.

ne dei meccanismi legali applicabili in presenza di patologie e di sopravvenienze non impossibilitanti, anche in rapporto alle peculiari previsioni pattizie a cui le parti ricorrono, volte alla manutenzione dell'operazione, e, più generale alla qualificazione giuridica del fenomeno.

In questa prospettiva, il rapporto tra autonomia privata e nuovi modelli organizzativi economici⁷, che costituiscono un ibrido tra i poli organizzativi del contratto (*markets*) e dell'organizzazione (*hierarchies*), diviene campo elettivo di riflessione per tentare una rilettura d'insieme della finanza di progetto e nuovo medio logico per la valutazione dell'articolazione degli interessi tra i diversi soggetti che vi prendono parte.

L'indagine è, quindi, diretta a verificare la possibilità di sussumere la finanza di progetto entro modelli contrattuali riletti in quella rinnovata accezione emersa dall'esperienza dei contratti di rete, in grado di cogliere la convergenza di interessi tra le parti, pur in presenza di contemporanei interessi personali.

Nella consapevolezza dei profili tipizzanti la materia, non riscontrabili pariteticamente in tutte le operazioni contrattuali complesse, s'inserisce la ricerca di una qualificazione giuridica che possa sussumere i tratti dinamici e flessibili della finanza di progetto, schema a maglie larghe che consente di soddisfare quelle esigenze di programmazione, coordinamento, collaborazione e ripartizione dei rischi a cui, nella mutata realtà economico-produttiva, i modelli classici del contratto di scambio e delle forme organizzative non sembrano più in grado di far fronte con parimenti efficacia.

La pluralità di attori, la presenza di plurimi centri di interesse e di altrettanti interessi egoistici in quella che è stata definita come "operazione di ingegneria finanziaria e giuridica"⁸ si avvincono attorno ad una logica manutentiva di costruzione, realizzazione e gestione remunerativa del progetto che emerge nell'intera strutturazione contrattuale del *project financing* e nelle sue clausole tipizzanti, divenendone paradigma.

Lo studio della figura costituisce l'occasione, quindi, per valutare anche l'eventuale sussistenza di profili rinegoziativi, in considerazione dell'esigenza di evitare il rischio di paralisi dell'iniziativa e di caducazione del progetto. I caratteri di interdipendenza, stabilità e lunga durata delle relazioni tipizzanti il *project financing* impongono il compito di considerare il

⁷ E.M. WEITZENBOECK, *A legal framework for Emerging Business Model. Dynamic Networks as Collaborative Contracts*, Edward Elgar, Cheltenham, 2012; F. CAFAGGI, *Contractual Networks, Inter-Firm Cooperation and Economic Growth*, Edward Elgar, Cheltenham, 2011; ID., *Contract Networks and the Small Business Act: Towards European Principles?* in *Eur. Rev. Contr. Law*, 2008, p. 519; G. TEUBNER, *Networks as connected contracts: Theory of Private Law*, Hart Publishing, Oxford, 2011; D. CAMPBELL, H. COLLINS, J. WIGHTMAN (a cura di), *Implicit dimension of Contract: Discrete, Relational, Networks*, Bloomsbury Publishing, Oxford, 2003.

⁸ M. MISCALI, *La struttura delle operazioni di project financing: aspetti giuridici e fiscali*, in U. DRAETTA, C. VACCÀ (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Egea, Milano, 1997, p. 81.

favor dell'ordinamento per le logiche manutentive con riferimento alle ripercussioni che la patologia di un rapporto contrattuale può comportare sull'intera operazione così come rispetto alla gestione delle sopravvenienze di carattere non impossibilitante.

CAPITOLO I

DAL FENOMENO ECONOMICO ALL'ANALISI GIURIDICA

SOMMARIO: 1. L'origine e gli sviluppi applicativi. – 2. I tratti essenziali. – 2.1. *Corporate finance* e *project finance*: autofinanziamento del progetto. – 2.2. Pluralità dei soggetti coinvolti. – 2.3. Il c.d. *ring fence*. – 3. Dal *project financing* alla finanza di progetto: il partenariato pubblico-privato. – 4. I singoli rapporti contrattuali. – 4.1. Il rapporto tra il promotore e la pubblica amministrazione. – 4.2. Il rapporto tra *sponsor* e *project company*. – 4.3. Il rapporto tra società veicolo e pubblica amministrazione. – 4.4. Il rapporto tra società veicolo e finanziatori. – 4.5. Il rapporto tra la società veicolo e gli altri soggetti. – 5. Prime osservazioni conclusive.

1. *L'origine e gli sviluppi applicativi*

Il *project financing*¹, conosciuto nel nostro ordinamento anche come finanza di progetto, rappresenta uno strumento ampiamente diffuso nella pratica del commercio internazionale per la realizzazione delle grandi opere.

Si tratta, in prima approssimazione, di una tecnica di finanziamento, nata nei Paesi di *common law*² e lentamente diffusasi nella prassi delle re-

¹ Sebbene nella prassi si parli diffusamente di *project financing*, più correttamente si dovrebbe discorrere di *project finance* per riferirsi alla tecnica di finanziamento nel suo insieme; mentre la locuzione *project financing* sarebbe riferibile solamente agli aspetti procedurali del finanziamento e della realizzazione del progetto.

² Tra la dottrina straniera in materia si v. E.C. BULJEVICH, Y.S. PARK, *Project Financing and the International Financial Markets*, Kluwer Academic, Boston, 2011; G. VINTER, *Project Finance: A Legal Guide*, Sweet & Maxwell, Londra, 2006; S.L. HOFFMAN, *The Law and Business of International Project Finance*, University Press, Cambridge, 2008; J.D. FINNERTY, *Project Financing: Asset-based Financial Engineering*, Wiley, Hoboken, 2013; E.R. YESCOMBE, *Principles of Project Finance*, Elsevier, Amsterdam, 2014. Per un'analisi comparata si v. V. LOSCO, *Il project financing negli Stati Uniti*, in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2005, p. 1839; F. CASSELLA, *Il project financing nel Regno Unito*, *ivi*, 2005, p. 1801; F. MATTASOGLIO, *Il project financing in Francia*, *ivi*, 2005, p. 1850; N. PECCHIOLI, *Il project financing in Svizzera*, *ivi*, 2005, p. 1870; R. SCARIGLIA, *Il project financing in Spagna*, *ivi*, 2005, p. 1879; J. MICHEL, D. SFORZI, *Il project financing in Germania*, *ivi*, 2005, p. 1893; G. HERMES, J. MICHEL, *Il project financing come modello*

lazioni economiche internazionali³ a partire dalla metà del secolo scorso, volta ad ovviare alle problematiche connesse al rischio di insolvenza dei costruttori e al reperimento dei capitali necessari per far fronte agli ingenti costi di costruzione di opere (generalmente a rilevanza pubblica), non sostenibili da un unico soggetto privato o da una pubblica amministrazione. Tale operazione, variamente strutturata per rispondere alle mutevoli esigenze del caso concreto⁴, viene comunemente associata alla realizzazione di progetti di grandi dimensioni, caratterizzati da una ampia durata di sfruttamento dell'opera o del servizio e dall'impiego di notevoli capitali concessi da soggetti finanziatori.

Come noto, la tecnica di finanziamento del *project financing* si distingue da quella prevalentemente (e tradizionalmente) diffusa basata sulla affidabilità soggettiva di colui che ricorre al finanziamento, per assurgere, invece, a diverso parametro di valutazione la redditività del progetto. Viene, così, in rilievo una peculiare partecipazione dei finanziatori al rischio d'impresa⁵: come si vedrà, il rientro del finanziamento da questi concesso non soggiace alle logiche di garanzia proprie del *corporate finance*, bensì dipende essenzialmente dalla capacità del progetto di produrre *cash flows*, ossia i flussi di cassa generati dalla gestione remunerativa delle opere realizzate o dei servizi forniti⁶.

Ancorché il *project financing*, nella sua moderna configurazione, abbia trovato il suo maggior successo applicativo solamente negli ultimi decenni, le sue radici affondano, quanto ai profili essenziali, in tempi nient'affatto recenti.

di collaborazione pubblico-privato per la realizzazione di opere pubbliche e di pubblica utilità in Germania, *ivi*, 2006, p. 1819, nonché, con riferimento all'applicazione nei Paesi asiatici, L.H.P. LANG, *Project finance in Asia*, Elsevier, Amsterdam, 1998.

³ C.L. APPIO, V. DONATIVI, *Project financing*, in AA.VV., *L'integrazione fra imprese nell'attività internazionale*, Giappichelli, Torino, 1995, p. 199; A. VERONELLI, *Project financing*, in *Dir. disc. priv. sez. comm.*, Agg., I, Utet, Torino, 2000, p. 594.

⁴ A. TOFFOLETTO, *Project financing e profili di diritto societario: alcune riflessioni alla luce della riforma delle società di capitali*, in G.F. FERRARI, F. FRACCHIA (a cura di), *Project financing e opere pubbliche, problemi e prospettive alla luce delle recenti riforme*, Egea, Milano, 2004, p. 73, che evidenzia una difficoltà nella definizione del *project financing* in ragione dei vari interessi, complessi e diversificati, e della molteplicità di variabili che essi determinano (numero, qualità e natura dei finanziatori; modalità di costruzione e di partecipazione dei diversi soci; destinatario dell'opera e della conseguente diversità di costruzione dei flussi). Così anche F. GIORDANO, *Il project financing per le opere pubbliche in Italia. Settori di intervento, innovazioni normative, modelli sperimentali*, Sapere Roma, Roma, 2000, p. 58, il quale afferma che l'ampiezza del significato del *project financing* è incompatibile con una definizione che abbia la pretesa di essere esaustiva, potendosi solamente inquadrare il fenomeno in una particolare modalità di finanziamento tesa a minimizzare i rischi ed ottenerne le massime garanzie.

⁵ G.B. NUZZI, *Il project financing in Italia: esperienze e prospettive*, in *Dir. comm. int.*, 1998, p. 681.

⁶ P. CARRIÈRE, *Project financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano*, Cedam, Padova, 1999, p. 33.

Seppure alcuni autori⁷ riconducano il fondamento del *project financing* alla logica economica sottesa al *fenus nauticum*⁸, contratto di “mutuo atipico” del diritto romano⁹, tradizionalmente si riconosce la prima applicazione del fenomeno nell'accordo di finanziamento intercorso nel 1299 tra la Corona inglese e i Frescobaldi per l'estrazione di argento dalle miniere del Davon¹⁰. In quel caso, da un lato, il Governo britannico si impegnava nella realizzazione della miniera, ricevendo la copertura finanziaria dai banchieri fiorentini, che sostenevano interamente il costo dell'opera; dall'altro, il credito di questi ultimi sarebbe stato coperto tramite i ricavi derivanti dallo sfruttamento economico della miniera, a loro riservato per un anno.

In seguito, tra il XVII e il XVIII secolo, quasi in un *continuum* con l'esperienza romana, ad essere finanziate sulla base di questa tecnica furono le spedizioni commerciali: gli investitori fornivano i fondi alle compagnie mercantili, delle Indie Olandesi e Britannica in particolare, per i viaggi

⁷ R. ZIMMERMANN, *The Law of Obligations: roman foundations of the civilian tradition*, Juta, Cape Town, 1990, p. 181 e, successivamente, E.C. BULJEVICH, Y.S. PARK, *Project Financing and the International Financial Market*, cit., p. 90.

⁸ Esso consisteva in una forma particolare di mutuo, diffusa nel commercio marittimo risalente all'età diocleziana. Si trattava, in particolare, della concessione di una somma di denaro ad un armatore di una nave mutuata affinché questi la utilizzasse per l'acquisto di merci da trasportare oltremare. Il mutuatario era obbligato a restituire il denaro soltanto se la nave giungeva in porto, in modo che fosse il creditore-finanziatore, e non il debitore-finanziato, a supportare il rischio della perdita del denaro o delle merci in cui era stato convertito. Il confronto tra le due tecniche di investimento troverebbe fondamento in una somiglianza con i profili caratterizzanti il *project financing*: in *primis*, l'impossibilità economica del commerciante di fronteggiare i costi ed i rischi connessi alla navigazione; la ripartizione del rischio dell'impresa per il tramite del coinvolgimento di un soggetto terzo, il mutuante, il quale avrebbe avuto diritto al rimborso delle somme conferite solo dopo l'approdo della nave in porto, in correlazione ai ricavi ottenuti dal commerciante a seguito della vendita della merce giunta a destinazione; un interesse richiesto da parte del finanziatore di almeno il doppio di quello normalmente richiesto per altri tipi di prestito, correlato alla riuscita dell'affare economico. Così, G. PURPURA, *Studi romanistici in tema di diritto commerciale marittimo*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 1996, p. 189; V. GIUFFRÈ, *Il prestito ad interessi marittimi nel tardo Impero*, in *Atti Accademia Romanistica Costantiniana, XII Convegno Internazionale in onore di Manlio Sargentini*, Esi, Napoli, 1998, p. 353; A. GUARINO, *Diritto Privato Romano*, Jovene, Napoli, 2001, p. 93.

⁹ Questa forma atipica di finanziamento dei commerci marittimi era già conosciuta nel diritto greco a partire dalla fine del V secolo a.C. e fu recepita dal diritto romano attorno al III-II secolo a.C. Sebbene la giurisprudenza romana la inserì tra i contratti reali e verbali, di fatto, il *fenus* rimase un istituto “estraneo”, a dimostrazione di come i commerci marittimi costituissero la linfa della vita economica del mondo greco, cui si contrapponeva un'economia di carattere più agricolo e pastorale dell'impero romano.

¹⁰ J.W. KESINGER, J.D. MARTIN, *Project finance: raising money the old-fashioned way*, in *Jour. Applied Corp. Fin.*, 1988, p. 69; J.D. FINNERTY, *Project finance*, cit., p. 7; M. PUCA, *Cos'è il project financing: concetti e storia in Notariato*, 2006, p. 544. Sulle origini storiche della finanza di progetto si v. inoltre A. GRENON, “*Project Financing*”, *Concepts Fondamentaux et aspects juridiques*, in *Dir. prat., comm. int.*, 1980, p. 180.

che le stesse effettuavano in Asia e venivano rimborsati attraverso i guadagni realizzati con il carico di merci, secondo la quota di spettanza.

È, tuttavia, solo nel XX secolo che il *project financing* trova un terreno fertile nel quale inserirsi e svilupparsi. Tra la fine dell'Ottocento e l'inizio del Novecento furono realizzate attraverso la tecnica della finanza di progetto le reti ferroviarie europee, argentine e indiane¹¹ e successivamente il Canale di Suez e la linea Transiberiana¹². Qualche decennio più tardi, negli Stati Uniti tale tecnica iniziò ad essere applicata anche nel settore dell'energia, in cui le società petrolifere o energetiche ottenevano l'erogazione dei prestiti necessari sulla base dei futuri redditi, derivanti dalla sottoscrizione di contratti pluriennali a prezzi predefiniti con grandi compratori¹³, per trovare poi una forte espansione negli anni Settanta, in seguito alla crisi economica. In particolare, per calmierare l'instabilità del prezzo dell'energia elettrica, nel 1978 il Congresso Statunitense emanò il *Public Utility Regulatory Policy Act (PURPA)*¹⁴, nella prospettiva di incoraggiare i privati a investire in forme alternative di generazione elettrica: i produttori, privati e indipendenti, dotati di competenze e capitali, operavano quali *sponsor*, unendosi tra loro per costituire società di progetto per la realizzazione di impianti di produzione di energia elettrica, investendo parte del loro capitale in dette società. Il rientro finanziario era garantito dai ricavi derivanti dai contratti di vendita dell'energia elettrica stipulati con le imprese del settore delle *utilities*.

Il progressivo aumento della popolazione e la crescente velocità dei processi economico-produttivi determinarono la necessità di incrementare il numero di infrastrutture. Nel contempo, la crisi economica ridusse la capacità finanziaria di molti Paesi, costringendo questi ultimi¹⁵ a volgere

¹¹ G. IMPERATORI, *La finanza di progetto, Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2003, p. 31.

¹² E.C. BULJEVICH, Y.S. PARK, *Project Financing and the International Financial Market*, cit., p. 78.

¹³ S.M. KOREZYK, *Finanza privata per le opere pubbliche. L'esperienza statunitense*, in *Problemi amm. pubb.*, 1993, p. 3; S. PRESILLA, *Il project financing. Profili di compatibilità generale con l'ordinamento giuridico italiano alla luce della sua tradizionale diffusione nei paesi di origine anglosassone*, in *Nuova rass.*, 2004, p. 2108.

¹⁴ A. THUMANN, E. WOODROOF, *Energy Project Financing: Resources and Strategies for Success*, The Fairmont Press, Lilburn, 2009, p. 156; S.L. HOFFMAN, *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 7, nota 6.

¹⁵ In Gran Bretagna, nel 1992, per esempio, fu adottato il *Private Finance Initiative (PFI)*, successivamente sviluppato dai governi laburisti con la fondazione del *Private Finance Panel*, che mirava a incoraggiare i privati a finanziare, costruire e gestire strutture del settore pubblico, proprio in un'ottica di convenienza economica per i primi e di contenimento dei costi per il secondo. Anteriormente all'adozione del PFI, l'area di intervento del privato nel settore pubblico era regolata delle c.d. *Ryrie Rules*, secondo cui il privato poteva intervenire solo se giustificato dalla previsione di un incremento di efficienza e/o di profitti per il progetto. La difficile situazione economica spinse, nel 1992, il Cancelliere dello Scac-

lo sguardo verso il settore degli investitori privati anche in relazione a quei progetti che fino ad allora erano stati di esclusiva realizzazione pubblica. Si avviò, così, un processo di liberalizzazione di alcuni settori, quali i settori di pubblica utilità (*utilities*)¹⁶, in cui il *project financing* trovò presto grande successo: con la sua struttura articolata e tesa alla limitazione del rischio, esso rispondeva perfettamente all'esigenza di rassicurare gli investitori dalle incertezze e dai rischi connessi ai contratti di lunga durata e con ricavi meramente ipotetici.

Durante gli anni Ottanta, anche le istituzioni internazionali iniziarono a mostrare sempre più interesse per lo sviluppo del settore privato, non solo in un'ottica di contenimento delle uscite di cassa, ma anche di miglioramento dell'efficienza e della produttività di ciò che in precedenza era un servizio pubblico, sulla base di un *know-how* specifico di cui le pubbliche amministrazioni risultavano prive. La capacità di realizzare progetti in tempistiche più celeri, l'aspettativa di un funzionamento più efficiente, con una migliore gestione e capacità tecnica e, in alcuni casi, l'introduzione di un elemento di concorrenza in strutture monopolistiche si sono dimostrate le maggiori spinte propulsive alla dinamica delle privatizzazioni e al contestuale sviluppo del *project financing*.

La necessità di risanare i conti pubblici e la mancanza di risorse finanziarie da poter investire nella realizzazione di opere di pubblica utilità/necessità portò, così, anche l'Italia, all'inizio degli anni Novanta, ad accogliere positivamente la privatizzazione dei servizi di pubblica utilità¹⁷ e

chiere, Norman Lamont, sotto la guida del Primo Ministro John Major, ad adottare la legge che introduceva il *Private Finance Initiative* (PFI), oggetto, nel corso di pochi anni, di varie modifiche: così, dapprima venne eliminato il c.d. *universal testing*, ossia la regola secondo la quale tutti gli investimenti dovessero essere valutati per la potenzialità di ricorrere al capitale privato; inoltre, fu previsto che l'analisi del *Value for Money* (VFM) – consistente in una valutazione della convenienza economica e della sostenibilità del progetto – avvenisse attraverso un confronto tra le offerte private e il *public sector comparator* (PSC), ovvero la indicazione dettagliata dei costi che la pubblica amministrazione avrebbe sostenuto per realizzare il bene o il servizio oggetto della parallela offerta privata. Per un approfondimento si v. HOUSE OF COMMONS, TREASURY COMMITTEE, *Private Finance Initiative: Seventeenth Report of Session 2010-12*, I, The Stationery Office, 19 agosto 2011, p. 36; S. ISMAIL, *Private Finance Initiative*, Lambert Academic Publishing, Saarbrücken, 2011.

¹⁶ Nel periodo post-bellico, in diversi Paesi europei, tra cui la Gran Bretagna, si è proceduto a una liberalizzazione delle industrie di *public utilities*: in particolare, tra il 1984 e il 1991, nel Regno Unito sono stati privatizzati i settori delle telecomunicazioni e della distribuzione di gas, acqua, elettricità, nominando, per ognuno dei settori, Autorità di controllo (*Regulatory Offices*), come previsto dal *Competition and Services (Utilities) Act* del 1992.

¹⁷ L'art. 1 del d.l. 5 dicembre 1991, n. 386, convertito nella L. 29 gennaio 1992, n. 35 prevedeva la possibilità di trasformare gli enti pubblici economici in società per azioni, con l'applicazione delle relative norme codicistiche. Tra i molti decreti che attuavano tale previsione, il d.l. 11 luglio 1992, n. 333, convertito nella L. 8 agosto 1992, n. 359, con riferimento all'IRI, all'ENI e all'ENEL, e il d.l. 8 agosto 2002, n. 178, con riferimento all'Ente nazionale per le strade (ANAS). Per una ricostruzione storica e un'analisi del rapporto tra privatizzazione e

l'applicazione dello strumento della finanza di progetto. Il *project financing* si caratterizza, così, per la sua totale flessibilità e idoneità alla realizzazione e gestione tanto di grandi opere infrastrutturali pubbliche quanto di quelle a carattere privatistico: nato, infatti, al servizio dell'economia privata, per il settore mercantile prima, e per quello petrolifero ed energetico poi, si è perfettamente adattato alle esigenze dell'economia statale, quale specifico esempio di *partenariato* pubblico/privato, trovando, infine, ulteriore campo di applicazione nell'ambito delle *utilities* privatizzate.

2. I tratti essenziali

Ben noto al mondo economico, il *project financing* è stato oggetto di ampio dibattito in ambito giuridico¹⁸, sia in relazione al piano applicativo sia in relazione al profilo ricostruttivo-sistematico.

Da un punto di vista oggettivo esso è composto da una articolata rete di rapporti contrattuali (tra i quali finanziamento, concessione e gestione di opere, forniture, appalti, garanzie) strutturata per ideare, progettare, realizzare e gestire opere o servizi al fine della produzione di utili e dei *cash flows* necessari al rimborso del finanziamento. Notevole è stato lo sfasamento tra il momento genetico del fenomeno in questione – nato per rispondere a esigenze economiche – e il momento in cui la dottrina giuridica, superando la visione atomistica dei singoli rapporti ad esso ascrivibili, ne ha indagato la qualificazione teorica e la compatibilità con l'ordinamento italiano¹⁹.

liberalizzazione, cfr. G. DI FIORE, *Privatizzazioni e interesse pubblico tra efficienza e garanzie*, in *Notariato*, 2001, p. 403.

¹⁸ A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*, Giuffrè, Milano, 2003; ID., *Il project finance*, in I. DEMURO (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Sistemi giuridici e prassi*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 195; C. PAGLIETTI, *Profili civilistici del project financing*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, p. 283; G.L. RABITTI, *Project finance e collegamento contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1996, p. 229; T.V. RUSSO, *Il project financing*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, Esi, Napoli, 2007; L. COSTANTINO, *Profili civilistici del project financing e gruppi di contratti*, in *Contr. impr.*, 2003, p. 395; G. IUDICA, *Finanza di progetto: la prospettiva di diritto civile*, in G.F. FERRARI, F. FRACCHIA (a cura di), *Project financing e opere pubbliche, problemi e prospettive alla luce delle recenti riforme*, Egea, Milano, 2004, p. 3; D. SCANO, *Project financing. Società e impresa*, in *Quaderni giur. comm.*, Giuffrè, Milano, 2006; T.V. RUSSO, P. MARCHETTI, *Manuale di diritto e tecnica del project financing*, Esi, Napoli, 2010; F. MONTANI, *Project financing. Inquadramenti contrattuali e profili applicativi*, Esi, Napoli, 2010; G. TOMASI, *Struttura e qualificazione del project financing*, in *Contr.*, 2012, p. 417; B.N. ROMANO, *Il project financing nell'ordinamento italiano: origini, evoluzione e problematiche*, Editoriale scientifica, Napoli, 2012.

¹⁹ P. CARRIÈRE, *Project financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano*, cit., *passim*; S. PRESILLA, *Il project financing. Profili di compatibilità generale con l'ordinamento giuridico italiano alla luce della sua tradizionale diffusione nei paesi di origine an-*

Così, per lungo tempo, il fenomeno del *project financing* è stato ricostruito dalla letteratura economica in termini meramente descrittivi²⁰, quale nuovo metodo di finanziamento definibile come «limited or non-recourse financing of a new project through separate incorporation of vehicle or Project Company in which the lender looks principally to the revenues expected to be generated by the project for the repayment of its loan and to the assets of the project as collateral for its loan rather than to the general credit of the project sponsor»²¹.

La peculiarità del *project financing* è, tuttavia, tale che la mera traslazione delle definizioni economiche si rileva inidonea sul piano giuridico²²: adottando asetticamente simile ricostruzione descrittivo-atomistica si incorrerebbe nel rischio di non percepire l'unitarietà del fenomeno economico sottostante, oltre che di non comprendere la *ratio* di particolari pre-

glossassone, cit., p. 2108; M. MISCALI, *La struttura delle operazioni di project financing: aspetti giuridici e fiscali*, in U. DRAETTA, C. VACCÀ (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Egea, Milano, 1997, spec. pp. 81-92, per sottolineare la complessità della struttura del *project financing*, parla di «operazioni di ingegneria finanziaria e giuridica».

²⁰ Agli inizi degli anni Ottanta, L. WYNANT, *Essential Elements of Project Financing*, in *Harvard Bus. Rev.*, 1980, p. 166, lo definiva come il finanziamento di un investimento indipendente che la società *sponsor* ha segregato dalle proprie attività e dalle proprie passività. Tra gli economisti che per primi si occuparono del tema, J.D. FINNERTY, *Project Financing. Asset-based Financial Engineering*, cit., lo definisce come «raccolta di fondi per finanziare un progetto economicamente separabile nel quale i fornitori di fondi valutano primariamente i flussi finanziari del progetto come risorsa atta a ripagare i debiti e fornire un rendimento all'*equity* investito nel progetto». Ma la definizione che più convinse e che risulta ad oggi la più classica e condivisa è quella proposta da P.K. NEVITT, *Project Financing*, trad. it. ad opera di P. DE SURY, Laterza, Bari, 1987, p. 13: «un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, il flusso di cassa e gli utili della 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». Tra gli autori che, nel panorama giuridico, condividono tale definizione si veda: M. ALBERTI, *La struttura del project financing*, in *Nuova rass.*, 1997, p. 1791; C. SALVATO, *Le operazioni di project financing: struttura, soggetti, ruoli, tratti operativi*, in C. VACCÀ (a cura di), *Il project financing*, Egea, Milano, 2002, p. 5. Non sono, inoltre, mancati tentativi di definizione del *project financing* basati sulla valorizzazione degli elementi cardine dello stesso che lo differenziano rispetto ai classici sistemi di finanziamento: così, B. ESTY, A. SESIA, *An Overview of Project Finance*, in *Harvard Bus. Rev.*, 2005, p. 10, individuano detti profili di investimento nell'immobilizzazione, nella creazione di una entità (la società veicolo) titolare del progetto e, infine, nel finanziamento *non recourse*. Similmente, nel panorama italiano, tra coloro che individuano l'elemento cardine nella capacità del progetto di autoliquidarsi, si vedano, *ex pluribus*, P. DE SURY, M. MISCALI, *Il Project Finance*, Egea, Milano, 1995; S. GATTI, *Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo*, Bancaria, Roma, 2006; C. SALVATO, *Le operazioni di project financing: struttura, soggetti, ruoli, tratti operativi*, cit., p. 4.

²¹ S.L. HOFFMAN, *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 5.

²² A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*, cit., p. 14; G. GIROTTO, A. TAPPI, *Project financing e finanziamento di grandi infrastrutture*, in U. DRAETTA, C. VACCÀ (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, cit. p. 159.

visioni contrattuali inserite nei singoli negozi, nell'ottica di un regolamento complessivo della fattispecie da leggere ed esaminare in una dimensione unitaria. La dottrina²³ ha, così, compreso la necessità di un'analisi anche in chiave giuridica: in una compenetrazione tra finanza e diritto²⁴, il *project financing* viene ricondotto entro i confini di uno schema multi-contrattuale²⁵, mantenendo quale elemento cardine la natura di finanziamento²⁶ atipico per opere di grandi dimensioni, che trova esplicazione attraverso la ripartizione del rischio d'impresa – *rectius* del rischio economico *lato sensu* – tra una pluralità di soggetti²⁷.

È, tuttavia, dalla suddetta definizione economica che possono essere prese le mosse per una prima analisi degli elementi tipizzanti della fattispecie in esame.

2.1. Corporate finance e project finance: autofinanziamento del progetto

In primo luogo, l'opera realizzata in *project financing* deve essere *self-liquidating*, capace cioè di assicurare la restituzione del finanziamento con-

²³ T.V. RUSSO, *Il project financing*, cit., p. 11; A. TOFFOLETTO, *Project financing e profili di diritto societario*, cit., p. 71; L. COSTANTINO, *Profili civilistici del project financing*, cit., p. 395; P. CARRIÈRE, *Project financing*, cit., p. 27, secondo il quale il *project financing* costituirebbe una "logica", una "filosofia" finanziaria in quanto sarebbe «difficile cogliere, in un'ottica giuridica, un elemento descrittivo peculiare e rinvenibile con uniformità nella variegata molteplicità di moduli organizzativi qualificati dalla prassi internazionale degli affari come *project financing*».

²⁴ P.R. WOOD, *The Law of Subordinated Debt*, Sweet & Maxwell, Londra, 1990; G. VINTER, *Project Finance*, cit., p. 67; W. TERNAU (a cura di), *Project financing. Aspetti economici, giuridici, finanziari, fiscali e contrattuali*, Franco Angeli, Milano, 1996, p. 12.

²⁵ T.V. RUSSO, P. MARCHETTI, *Manuale di diritto e tecnica del project financing*, cit., p. 58, i quali qualificano l'operazione come "finanza di contratti". Circa la qualificazione teorica del *project financing*, si v., più dettagliatamente, *infra* Cap. II.

²⁶ Sulla qualificazione del *project financing* in termini di finanziamento e non quale modalità di realizzazione di opere pubbliche, si vedano, A. COLETTA, *Project financing nell'esperienza italiana*, in *Appalti urb. ed.*, 1999, p. 262; M. BALDI, G. DE MARZO, *Il project financing nei lavori pubblici*, Ipsoa, Milano, 2001, p. 2; M. ALBERTI, *La struttura del project financing*, cit., p. 1791; C. SALVATO, *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti. Soggetti. Ruoli*, in U. DRAETTA, C. VACCÀ (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, cit., p. 5; nonché, in giurisprudenza, Cons. Stato, Sez. V, 5 ottobre 2004, n. 6487, in *Foro amm. C. St.*, 2004, p. 2889. Nello stesso senso si veda Cons. Stato, Sez. IV, 26 gennaio 2009, n. 392, in www.leggiditaliaprofessionale.it; *contra* C. MALINCONICO, *Il project financing*, in M.A. SANDULLI, R. DE NICTOLIS, R. GAROFOLI (diretto da), *Trattato sui contratti pubblici*, IV, Giuffrè, Milano, 2008, p. 2612, secondo il quale «è molto più che una semplice tecnica di finanziamento. Si tratta piuttosto di un metodo di realizzazione di progetti infrastrutturali d'ampia portata».

²⁷ U. DRAETTA, *Il project financing nella prassi del commercio internazionale*, in *Dir. comm. internaz.*, 1994, p. 495.

cesso attraverso i proventi che derivano dalla vendita al pubblico dei beni prodotti o dei servizi offerti.

Tale prima connotazione deriva dalla specifica e peculiare logica che caratterizza la finanza di progetto: mentre nelle ordinarie operazioni di finanziamento (*corporate finance*) il giudizio circa la capacità di un soggetto di soddisfare le obbligazioni assunte viene espresso con riferimento alla sua affidabilità e solvibilità, in una operazione di *project financing* l'oggetto principale dell'analisi da parte dei potenziali finanziatori è costituito dal progetto e dalla previsione dei *cash flows*.

L'iniziativa da finanziare è, quindi, valutata in funzione dell'analisi della redditività, dei flussi di cassa e degli utili che essa è in grado di generare, posto che essi rappresentano la garanzia primaria²⁸ sia per il rimborso del finanziamento sia per la remunerazione del capitale di rischio²⁹.

Viene, così, in risalto la valenza tecnico-economica del progetto piuttosto che la capacità autonoma di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa: differentemente da quanto avviene nelle tradizionali forme di finanziamento di impresa³⁰, il rischio si trasferisce dal soggetto titolare del progetto al progetto stesso³¹.

Il calcolo previsionale dei flussi di cassa attesi dalla gestione del progetto costituisce, dunque, un momento centrale della fase di ideazione e del-

²⁸ M. LOBUONO, *Project financing, garanzie indirette e tutela del finanziatore*, in *Quadrime.*, 1989, p. 102; ID., *Project financing e garanzie indirette*, in *Riv. trim. appalti*, 1994, p. 431; ID., *Le garanzie nel project finance*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, II, p. 127; F. MONTANI, *Project financing*, cit., p. 215.

²⁹ G.B. NUZZI, *Il project financing in Italia*, cit., p. 681, evidenzia come «il finanziatore non finanzia una persona, ma un progetto, dal quale si attende un ritorno economico e finanziario in grado di ripagare in misura adeguata il suo investimento».

³⁰ V. LOPILATO, *Il trust e la finanza di progetto*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 88; F. MONTANI, *Project financing*, cit. p. 6; R. DIPACE, *Partenariato Pubblico privato e contratti atipici*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 100 evidenzia come il *project financing* si caratterizzi per un mutamento di prospettiva passando «da una dimensione statica, fondata sulla centralità del soggetto finanziato e quindi sulla sua capacità patrimoniale, ad una dimensione dinamica, fondata sulla capacità dello sfruttamento economico dell'opera finanziata nel tempo di ripagare il capitale investito».

³¹ Secondo G. IMPERATORI, *La finanza di progetto*, cit., p. 1, mentre il finanziamento di un'impresa pone l'attenzione sull'equilibrio economico finanziario di quest'ultima e sugli effetti che su di esso producono i nuovi debiti contratti, nel *project financing* il finanziamento ha ad oggetto la valutazione dell'equilibrio economico finanziario dello specifico progetto. L'affermazione dell'una o dell'altra tipologia di investimento risente delle diverse tradizioni storiche. Così in Italia, a partire dal secondo dopoguerra, è risultata preminente la prima metodologia, in ragione della centralità dello Stato nell'economia e nella costruzione delle infrastrutture, dell'arretratezza dei mercati finanziari e della ritrosia delle imprese alla internazionalizzazione. Solo in tempi più recenti si è, invece, assistito ad una diffusione del finanziamento di progetto, dettata da un nuovo modello relazionale tra privato e pubblica amministrazione e dalla predisposizione della finanza di progetto alla realizzazione di infrastrutture.

l'analisi di fattibilità tecnica ed economica. Poiché, tuttavia, la redditività del *project financing* non dipende esclusivamente dal *cash flow*, ma anche dalla gestione dei rischi di insuccesso che possono manifestarsi nel corso della solitamente lunga durata del progetto, i promotori dell'iniziativa, dopo aver esaminato e predisposto la struttura finanziaria, realizzano – sempre con il supporto dell'attività di consulenti – un piano di ripartizione e di copertura dei rischi (“*security package*”), che si sostanzia nell'articolazione di accordi e garanzie con i diversi attori della finanza di progetto.

Nella prassi, infatti, ai progetti sostenuti esclusivamente in base alle previsioni dei flussi di cassa e degli utili dell'attività, si affiancano progetti nei quali i finanziatori esigono la concessione di forme di garanzia da parte dei mutuatari o dei terzi, da escutere in caso di insufficienza del *cash flow* per la restituzione del finanziamento o nella peggiore ipotesi di fallimento del progetto.

Viene, così, in rilievo la distinzione tra *project financing* “puro” o “*non-recourse*”, in cui grava interamente sui finanziatori il rischio della costruzione dell'opera in tutte le fasi in cui essa si articola (promozione, progettazione, realizzazione), e *project financing* “*with limited recourse*”, ove i finanziatori richiedono forme di partecipazione al rischio da parte dei promotori ovvero la costituzione di garanzie.

È chiaro che la presenza di siffatte forme di garanzia comporta il rischio di rendere evanescente la dicotomia *corporate finance-project finance*, imponendo l'individuazione di una linea di confine tra le due forme: così, indipendentemente dall'etichetta, pare non riconducibile al *project financing* l'ipotesi in cui il sovvenzionamento del progetto sia supportato da garanzie dei promotori o di terzi in misura talmente capienti che, di fatto, il rischio d'impresa (ossia l'inidoneità dell'opera a produrre i flussi necessari al rimborso e alla remunerazione del capitale investito) sia da questi ultimi interamente sostenuto. Posto che, dunque, i finanziatori potranno rivaleersi su tali soggetti in caso di insuccesso dell'iniziativa, detta ipotesi risulterebbe estranea alla finanza di progetto e propria delle tradizionali logiche di finanziamento, in cui il finanziatore fa affidamento sul patrimonio del soggetto beneficiario del capitale erogato³².

Dall'esigenza di una generazione di flussi per il rimborso del finanziamento potrebbe, inoltre, derivare una astratta esclusione dal campo di applicazione del *project financing* delle c.d. opere fredde. Si tratta, infatti, di opere volte a fornire un servizio alla collettività senza l'applicazione di una tariffa e, dunque, senza alcuna produzione di *cash flows*. In realtà, come dimostra anche l'evoluzione normativa della disciplina amministrativistica³³, la finanza di progetto risulta applicabile anche a siffatte opere,

³² S. CASTENASI, *La finanza di progetto tra interesse pubblico e interessi privati*, Firenze University Press, Firenze, 2009, p. 10.

³³ Si v. *infra* § 3.

qualora il *cash flow* sia derivante non già dall'utenza del servizio, bensì dalla pubblica amministrazione mediante corresponsione di un canone che consenta di ripagare il debito del finanziamento ottenuto per la realizzazione dell'opera³⁴.

2.2. Pluralità dei soggetti coinvolti

Nell'ambito del *project financing* può annoverarsi la presenza di una serie quanto mai eterogenea di soggetti³⁵, parti, a diverso titolo, di singoli frammenti negoziali di un più ampio schema contrattuale complessivamente caratterizzato da una "*communautés d'intérêts*"³⁶, di cui si esaminerà più ampiamente l'autonoma valenza giuridica e che diviene tratto differenziale rispetto alle altre forme di finanziamento tradizionale.

In una tipica operazione di *project financing*, due o più promotori (detti anche *sponsor*) decidono di realizzare un progetto, costituendo una società veicolo (*Special Purpose Vehicle*, c.d. SPV, o *project company*), che diviene il centro di una rete di rapporti contrattuali caratterizzanti la strutturazione contrattuale. In breve, tale società concluderà un contratto di finanziamento il cui rimborso sarà garantito (in funzione della descritta natura auto-liquidatoria dell'opera) dai ricavi generati dalla gestione della stessa una volta realizzata. A tal fine la medesima società veicolo stipula un contratto di appalto ("chiavi in mano") per la costruzione dell'opera, eventuali contratti di fornitura e somministrazione di materie prime indispensabili per il suo corretto funzionamento, nonché contratti di cessione di beni o servizi in favore degli utenti finali. L'intera articolazione è, poi, accompagnata da contratti di garanzia (nelle diverse forme elaborate nella prassi commerciale) e dai c.d. *direct agreements*, accordi trilaterali sottoscritti da finanziatori, *project company* e controparti di questa³⁷, al fine di salvaguardare il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario del progetto, centrali nella ripartizione del rischio tra i diversi soggetti.

Rinviano ai successivi paragrafi la specifica analisi dei singoli rapporti contrattuali che compongono l'operazione, giova sinteticamente illustrare il ruolo dei molteplici soggetti coinvolti.

È possibile individuare, in primo luogo, il promotore o *sponsor*, ossia colui che assume l'iniziativa di promuovere l'operazione, identificando l'opera

³⁴ M.G. LANERO, G. VELLUTO, *Gli aspetti legali del project finance*, in S. GATTI, *Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo*, cit., p. 448.

³⁵ C. PAGLIETTI, *Profili civilistici del project financing*, cit., p. 310; D. SCARPA, *Analisi della struttura contrattuale del project financing*, in *Vita notarile*, 2011, p. 631.

³⁶ Sul punto G.L. RABITTI, *Project finance e collegamento contrattuale*, cit., p. 229.

³⁷ Si v. *infra* § 4.5.

da realizzare e valutando l'opportunità di ricorrere alla finanza di progetto. Con il supporto di consulenti esterni, i promotori raccolgono le informazioni sulla fattibilità tecnica del progetto e sulle prospettive di recupero dell'investimento; una volta elaborati gli studi di fattibilità tecnica ed economico-finanziaria sulla base delle attività di consulenza, essi sottopongono il progetto a potenziali soggetti finanziatori (sulla base di un *term sheet* dei lavori e di un *information memorandum*³⁸), così da ottenere, in caso di positiva valutazione, il relativo capitale di *debt*.

Nella prassi, accade di frequente che il primo interlocutore dei promotori sia un ente pubblico, fondamentale nelle operazioni di realizzazione e di gestione di opere pubbliche. In questo caso, la pubblica amministrazione, individuati anche su sollecitazione di privati determinati interventi qualificabili come "socialmente rilevanti", apre un bando di gara cui imprenditori e società partecipano in vista dell'aggiudicazione del relativo affidamento (si vedrà in che termini il nostro ordinamento si sia preoccupato di disciplinare tale fase).

Centrale nelle operazioni di *project financing*, sia di stampo privatistico sia di matrice pubblicistica, è, poi, la società di progetto (SPV)³⁹, nella quale viene conferito il capitale di rischio proveniente da terzi finanziatori ovvero dagli stessi promotori divenuti soci o, anche, da parte della pubblica amministrazione sotto forma di contributi pubblici. Tale soggetto viene ad esistenza solo a ridosso del *financial close*, quando tutte le condizioni sospensive previste nel *credit agreement* si sono concretizzate.

³⁸ Lo scopo dell'*information memorandum*, documento riepilogativo nel quale sono enumerate tutte le caratteristiche del progetto, è quello di rappresentare il progetto stesso nel suo complesso, descrivendo accuratamente tutte le relazioni esistenti fra i diversi partecipanti all'operazione e il piano di fattibilità. Esso è volto a elaborare in modo analitico e coordinato il progetto in tutte le sue parti, definendo tutti i relativi aspetti economici, giuridici e finanziari al fine di promuovere il finanziamento del progetto ed ottenere fondi ai costi più bassi, nonché minimizzare la partecipazione al capitale di debito degli *sponsors*. L'*information memorandum*, dunque, deve indicare l'identità degli *sponsors* e la descrizione del progetto, così come ogni relativo dettaglio tecnico-operativo, ma soprattutto deve fornire un'analisi del mercato e un'analisi di fattibilità del progetto e di sensitività (quest'ultima diretta ad individuare le variabili critiche, assegnando alle stesse valori di massima e di minima, al fine di verificare quale potrebbe essere lo scostamento dei risultati economici a seconda dei cambiamenti che si potrebbero verificare). Dalla predetta documentazione emergono le prospettive di guadagno generate dai *cash flows* (modello di simulazione dell'andamento) e i connessi rischi (rischi generici, tra cui quelli politici, ambientali, tecnologici; rischi connessi alla fase di costruzione dell'opera; rischi industriali, correlati all'approvvigionamento o alla fornitura in ragione della volatilità del prezzo; il rischio di mercato derivante dalla volatilità della domanda dell'*output* in termini quantitativi e di prezzo ovvero ancora il rischio derivante dai livelli di produzione a regime dell'impianto; rischi finanziari, quali il rischio di cambio e il rischio di tasso).

³⁹ G. MANGIARDI, *La società di progetto per la realizzazione e/o gestione di infrastrutture e servizi*, in *Urb. e app.*, 2000, p. 237; M. ZACCHEO, *La società di progetto*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Finanza di progetto*, Giappichelli, Torino, 2004, p. 125; T.V. RUSSO, P. MARCHETTI, *Manuale di diritto e tecnica del project financing*, cit., p. 33.

Come detto, ai fini dell'avvio di un progetto basato sulla tecnica di finanziamento in esame, risulta determinante il sostegno dei finanziatori, ossia coloro che forniscono alla società veicolo il capitale necessario per la realizzazione dell'opera. Spesso riuniti in un *pool* composto da istituzioni creditizie, bancarie e assicurative, i finanziatori sono qui chiamati a svolgere un ruolo del tutto peculiare, diverso da quello rivestito in una ordinaria operazione basata sul modello *corporate*: come si avrà modo di approfondire nel capitolo successivo, essi sono titolari di penetranti poteri di ingerenza nei frammenti negoziali di cui non sono strettamente parti; poteri che si correlano alla diretta partecipazione dei finanziatori al rischio d'impresa, dipendendo la restituzione del finanziamento dal buon esito del progetto.

A finanziamento ricevuto e a progetto approvato, entrano in gioco, dal punto di vista operativo, gli ulteriori soggetti protagonisti della fase realizzativa: così intervengono i *general contractors*⁴⁰, coloro che si aggiudicano, normalmente in seguito a gare di appalto internazionali, i contratti di esecuzione dei lavori e di forniture di beni e servizi; i gestori dell'opera stessa; i garanti, che forniscono garanzie di copertura delle differenti categorie di rischio che caratterizzano il *project financing*; gli utenti che, attraverso l'acquisto dei beni o servizi prodotti, assicurano il *cash flow* e dai quali, dunque, dipende la redditività del progetto.

Viene da sé che non necessariamente in ogni operazione si possono identificare in modo così distinto tutti i soggetti menzionati, potendo esservi coincidenza tra i ruoli (si pensi al caso in cui il promotore sia la stessa pubblica amministrazione o in cui i promotori siano al contempo finanziatori e/o realizzatori dell'opera), o, all'opposto, potendo difettare la presenza di un soggetto rispetto allo schema sopra delineato (si pensi all'ipotesi di *project financing* tra privati, a cui la pubblica amministrazione resta estranea).

2.3. *Il c.d. ring fence*

Ultimo elemento caratterizzante il *project financing* è l'isolamento giuridico del progetto, c.d. *ring fence*⁴¹, ossia la separazione giuridica, finanzia-

⁴⁰ A. MONTI, *I general contractors italiani nel mercato internazionale del project financing*, in F. FONTANA, M. CAROLI (a cura di), *Infrastrutture, finanza di progetto e competitività del sistema in Italia*, Rirea, Roma, 2002, p. 141; V. FARINA, *Società di progetto e general contractor*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, p. 303; C. PLUCHINO, *Project financing e general contractor alla luce delle modifiche apportate dal terzo decreto correttivo n. 152/2008*, Dike giuridica, Roma, 2008.

⁴¹ P. CARRIÈRE, *Project financing*, cit., p. 91 definisce il *ring fence* come situazione di isolamento reciproco tra i rischi e le responsabilità che fanno capo al progetto e quelli che fanno capo ai suoi *sponsor*. Così in T.A. JOHN, K. JOHN, *Optimality of Project financing: Theory and Empirical Implications in Finance and Accounting*, in *Rev. Quantitative-Finance and Account*, 1991, pp. 51-74, viene evidenziato tale isolamento: «Project financing can be defined as the financing of a project by a sponsoring firm where the cash flows of the specific project are marked as the source of funds from which the loan will be repaid and where the

ria ed economica del progetto rispetto alle diverse ed ulteriori attività dei singoli *sponsor*⁴².

Come detto, la logica sottesa al *project financing* è il finanziamento dell'idea progettuale stessa e non della società che la realizza, giacché nessuna società sarebbe in grado di fornire sufficienti garanzie di solvibilità in ragione dell'elevato livello di indebitamento richiesto; contegno che, ad ogni modo, risulterebbe antieconomico⁴³.

La garanzia di questo schema di finanziamento è insita nell'idea, nella sua realizzabilità e nella sua potenziale produzione di *cash flows*: non vi è miglior tutela per i finanziatori se non la possibilità di controllare e verificare la corretta gestione dell'affare, i costi dei contratti conclusi, il rispetto degli stessi, l'andamento delle entrate e la distribuzione degli utili. A tal fine, è necessario che non vi sia alcuna interferenza tra gli *sponsor*, i loro patrimoni privati e quelli delle eventuali loro attività imprenditoriali rispetto al progetto, in quanto la presenza di posizioni debitorie in capo agli stessi altererebbe la fiducia che gli investitori possono riporre nel progetto da finanziare⁴⁴. Il capitale investito da quest'ultimi ovvero gli utili generati dal progetto potrebbero, infatti, essere aggrediti da eventuali creditori degli *sponsor*, inficiando la realizzabilità del progetto stesso nonché alterando le previsioni di rientro dell'esborso nella prima fase e di guadagno nelle fasi successive. Simili rischi costituirebbero, quindi, un disincentivo per gli investitori.

assets of the project serve as the collateral for the loan. The assets and the cash flows of the project are segregated from those of the sponsoring firm in order to obtain credit appraisal and the loan for the project».

⁴² D. SCANO, *Project financing*, cit., p. 49; G. MANGIALARDI, *La società progetto per la realizzazione e/o gestione di infrastrutture e servizi*, cit., p. 237; A. TOFFOLETTO, *Project financing e profili di diritto societario*, cit., p. 71.

⁴³ «Nel project financing l'impresa è il progetto nel senso che i due elementi coincidono»: così, G. CAPPELLINI, S. GATTI, *Il settore del project financing in Italia. Situazione attuale e prospettive future*, in *Economia e Management*, 1997, p. 70. Si v., inoltre, F. DABIZZI, *Il trust e il project financing*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 733; V. LOPILATO, *Il trust e la finanza di progetto*, cit., p. 88; M. LO CICERO, *Impresa, incertezza e investimenti. Dal Corporate al Project Financing*, Utet, Torino, 2003, p. 44; P. CARRIÈRE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. società*, 2003, p. 1043; S. CASELLI, S. GATTI, *Structured finance*, Springer, Cham, 2017, p. 27; S. CASTENASI, *La finanza di progetto tra interesse pubblico e interessi privati*, cit., spec. pp. 9-11.

⁴⁴ Si parla, al riguardo, di un'assimilazione al finanziamento destinato ex art. 2447-*decies* c.c.: sul punto, A. BARTALENA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 86; P. CARRIÈRE, *Il leveraged financing e il project financing*, cit., p. 995; E. ANDREANI, *Alcune note sul rapporto tra patrimoni destinati (artt. 2447-bis e seguenti) e scelte di finanziamento delle imprese*, in *Impresa*, 2004, p. 3; L. SALAMONE, *I patrimoni destinati a specifici affari nella s.p.a. riformata: insolvenza, esecuzione individuale e concorsuale*, in *Riv. esecuzione forzata*, 2005, p. 74; F.M. SALVO, *La destinazione del patrimonio ad uno specifico affare e la partecipazione a procedure di project financing: le ragioni del no*, in *Temì romana*, 2005, p. 84; I.L. NOCERA, *Fallimento e patrimoni destinati a uno specifico affare*, in *Fall.*, 2007, p. 873; G. CAVALLARO, *Finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, ivi, 2009, p. 501; A. CUCCURU, *Patrimoni destinati ed insolvenza*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 422.

Gli elevati rischi connessi al progetto potrebbero determinare un pari disincentivo per gli operatori commerciali nell'assumere il ruolo di *sponsor* posto che l'eventuale fallimento del progetto aprirebbe la possibilità per i creditori della *project company* di soddisfarsi sui loro beni personali.

In sostanza, il *ring fence* consente un duplice risultato⁴⁵: in caso di fallimento del progetto, il finanziatore non potrà rivalersi su beni diversi da quelli di proprietà della società di progetto; mentre in caso di fallimento dello *sponsor* la società di progetto continuerà ad esistere perseguendo le proprie finalità.

Per raggiungere questa duplice tutela, lo schema del *project financing* prevede che sia, appunto, costituita una società *ad hoc*, la società veicolo, caratterizzata dall'isolamento giuridico, in conseguenza del quale essa risponde dei propri debiti esclusivamente con il suo patrimonio, preservando, sotto diversi profili, sia gli *sponsor* sia gli investitori⁴⁶.

Tale isolamento trova concretamente attuazione attraverso il sistema dell'*off-balance sheet*, in conseguenza del quale il bilancio della società veicolo si presenta come autonomo ed indipendente⁴⁷ da quello degli *sponsor*, permettendo, quindi, un pieno controllo del *cash flow* e la possibilità per i finanziatori, attraverso meccanismi di conto corrente direttamente intestati alla *project company* e vincolati a favore dei finanziatori (*escrow account*), di controllare e percepire tali flussi. La costituzione di una SPV consente agli enti finanziatori l'applicazione di formule di controllo molto stringenti e l'imposizione di vincoli contrattuali e societari necessari alla strutturazione di un'operazione di *project financing* e al controllo qualitativo della gestione.

La creazione di una società veicolo dotata di un'autonomia patrimoniale perfetta⁴⁸, dunque, non solo permette di evitare commistioni con i bilanci dei singoli *sponsor*, ma consente una più chiara ed immediata individuazione degli utili e un controllo⁴⁹ diretto da parte dei soci e degli investitori circa la correttezza della gestione del progetto, al buon esito del quale tutti i

⁴⁵ M. RICCHI, *Project financing e Floating Charge: garanzie per i finanziatori, pignoramento di beni e consistenza variabile e spossessamento cooperativo*, in *Economia e dir. terziario*, 2005, p. 303.

⁴⁶ Nella prassi anglosassone, l'effetto del *ring fencing* è ottenuto attraverso il ricorso a differenti strumenti giuridici, quali il *trust borrowing vehicle*, il *construction trust financing*, il *security trust*, per la cui descrizione si rinvia T.V. RUSSO, *Il project financing*, cit., pp. 126,127.

⁴⁷ T.V. RUSSO, P. MARCHETTI, *Manuale di diritto e tecnica del project financing*, cit., p. 33; D. SCANO, *Il finanziamento della società di progetto*, in T.V. RUSSO (a cura di), *La finanza di progetto. Profili economico-finanziari e problematiche giuridiche*, Esi, Napoli, 2009, p. 261; M. ZACCHEO, *La società di progetto*, cit., p. 125.

⁴⁸ E. SARTORI, *Il project financing e la segregazione patrimoniale: profili economico-aziendali*, Rirea, Roma, 2008, p. 74.

⁴⁹ P. CARRIÈRE, *Il leveraged financing e il project financing*, cit., p. 995.

soggetti partecipanti hanno uno specifico interesse, data la ripartizione tra gli stessi dei rischi ivi connessi.

In ragione di tali peculiari caratteristiche, simile schema di finanziamento, incentrato sul ruolo della società veicolo, può essere attuato esclusivamente attraverso il *non recourse* – o, al più il *limited recourse* – compatibile con le società di capitali⁵⁰ e non con le società di persone, caratterizzate dalla logica di *full recourse* propria dei progetti di *corporate finance*⁵¹.

3. Dal project financing alla finanza di progetto: il partenariato pubblico-privato

Di matrice anglosassone, il *project financing* non trova nel nostro ordinamento autonoma disciplina civilistica, essendo il risultato della creatività dei privati che, nella loro autonomia contrattuale, hanno collegato funzionalmente una serie di negozi più o meno tipici⁵².

La sempre maggior diffusione applicativa del *project financing* nei contesti di carattere pubblico ha, invece, determinato la necessità di regolare il rapporto tra la pubblica amministrazione e il soggetto privato nella fase genetica e funzionale.

Appare, dunque, opportuno, esaminare in che termini l'istituto si atteggi nel diritto amministrativo per comprendere, anche ai fini delle successive riflessioni in merito al suo inquadramento giuridico, se l'espressione "finanza di progetto" impiegata nella disciplina amministrativistica importi un significato diverso rispetto al concetto di "*project financing*" proprio della sede civilistica⁵³.

Nell'attuale impostazione normativa, due risultano le norme del Codice dei contratti pubblici (d.lgs. 18 aprile 2016, n. 50) specificatamente indirizzate alla finanza di progetto, ossia gli artt. 183 e 184⁵⁴, la cui lettura,

⁵⁰ T.V. RUSSO, *Il project financing*, cit., p. 33; A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*, cit., p. 233; A. TOFFOLETTO, *Project financing e profili di diritto societario*, cit., p. 71.

⁵¹ M. LO CICERO, *Project vs Corporate Financing*, in *Rass. econ.*, 1996, p. 825; L. WYNANT, *Essential Elements of Project Financing*, cit., p. 166.

⁵² Il *gap* tra utilizzo del *project financing* e assenza di normazione specifica ha determinato un sempre più consolidato utilizzo degli schemi e dei meccanismi elaborati dalla prassi del commercio internazionale, comuni alla tradizione di *common law*. Cfr. P. CARRIÈRE, *Project financing*, cit., p. 33.

⁵³ Per N. LUGARESÌ, *Concessione di lavori pubblici e finanza di progetto*, in F. MASTRAGOSTINO (a cura di), *La collaborazione pubblico-privato e l'ordinamento amministrativo*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 541 parrebbe corretto utilizzare il termine "*project financing*" quando si fa riferimento all'istituto generale di matrice privatistica e internazionale, mentre impiegare "finanza di progetto" quando si vuole invece indicare tale istituto nell'accezione nazionale nell'ambito della disciplina dei contratti pubblici.

⁵⁴ Si vedano, per completezza, anche le norme di cui agli artt. 185 e 186 d.lgs. n. 50/2016

tuttavia, non può prescindere dall'aprioristica qualificazione di detto istituto quale forma di partenariato a norma dell'art. 180 del medesimo Codice.

La comprensione e l'analisi dei requisiti caratterizzanti il partenariato risultano, dunque, essenziali per la ricostruzione della disciplina in senso lato "sostanziale" della finanza di progetto (incentrata in particolare sulla ripartizione del rischio).

La definizione di partenariato pubblico privato, che oggi trova precisa indicazione normativa, è il frutto di un lungo percorso evolutivo dell'economia occidentale e, parallelamente, del sistema delle pubbliche amministrazioni. Da un lato, l'evoluzione tecnologica, causa e al contempo conseguenza dei processi di globalizzazione, ha determinato l'esigenza di opere pubbliche sempre più all'avanguardia e ad alta efficienza; dall'altro, una ridotta capacità di indebitamento, data da minori risorse di bilancio, ha indotto sempre più Paesi ad un approccio di *austerità* nella pianificazione degli investimenti pubblici. Ciò ha determinato un complessivo ripensamento del rapporto pubblico/privato⁵⁵, caratterizzato dalla privatizzazione⁵⁶ di molti settori, pur nella maturata consapevolezza che il privato dovesse assumere un ruolo non sostitutivo della pubblica amministrazione, ma collaborativo per l'applicazione dei nuovi strumenti *off-balance sheet*⁵⁷.

Già a partire dall'inizio degli anni Novanta del secolo scorso, in una prospettiva di ammodernamento e di *new public management*, si è, dunque, creata una nuova via di collaborazione ed interscambio di utilità mediante una condivisione di rischi, costi e benefici, in cui, in un'ottica di sussidiarietà, il privato ha trovato un preciso spazio funzionale⁵⁸.

I modelli di partenariato, in particolare, risultano fondati su una suddivisione razionale dei ruoli ricoperti dal privato e dalla pubblica ammini-

rispettivamente in tema di emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto e di natura privilegiata dei crediti vantati dai finanziatori.

⁵⁵ M.S. GIANNINI, *Amministrazione pubblica, premessa storica*, in *Enc. dir.*, II, Giuffrè, Milano, 1958, p. 231; G. PIPERATA, *La scienza del diritto amministrativo ed il diritto privato*, in L. TORCHIA, E. CHITI, R. PEREZ, A. SANDULLI (a cura di), *La scienza del diritto amministrativo nella seconda metà del XX secolo*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2008, p. 167; M.P. CHITI, *I partenariati pubblico-privati e la fine del dualismo tra diritto pubblico e diritto comune*, in ID. (a cura di), *Il partenariato pubblico-privato. Concessioni, finanza di progetto, società miste, fondazioni*, Editoriale scientifica, Napoli, 2009, p. 5; G.F. CARTEI, M. RICCHI (a cura di), *Finanza di Progetto e Partenariato Pubblico-Privato – Temi europei, istituti nazionali e operatività*, Editoriale scientifica, Napoli, 2015, p. 4 ss.; A. FIORITTO (a cura di), *Nuove forme e nuove discipline del partenariato pubblico privato*, Giappichelli, Torino, 2017.

⁵⁶ R. MICCÙ, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, in V. ATRIPALDI, G. GAROFANO, C. GNESUTTA, P.F. LOTITO (a cura di), *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI legislatura*, Cedam, Padova, 1998, p. 360.

⁵⁷ T.V. RUSSO, *Il project financing*, cit., p. 8.

⁵⁸ M.P. CHITI, *Diritto amministrativo europeo*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 290; ID., *Il partenariato pubblico privato: profili di diritto amministrativo e di scienza dell'amministrazione*, Bologna University Press, Bologna, 2005, p. 145.

strazione: lo Stato, non più produttore dei beni e dei servizi, diviene mero regolatore, riservandosi esclusivamente il compito di decidere, a monte, quale servizio garantire; a quali prezzi e con quale livello qualitativo; quale soggetto dovrà fornire concretamente il bene o il servizio; nonché un controllo generale sul corretto funzionamento dell'erogazione dello servizio stesso. Le diverse e più ampie funzioni saranno di esclusiva competenza del privato aggiudicatore del bando: questi dovrà, infatti, provvedere attivamente alla progettazione, realizzazione e gestione dell'opera, garantendo livelli di efficienza e qualità.

Se, a livello intuitivo, il partenariato appare, quindi, genericamente come una forma di cooperazione tra le due suddette sfere – pubblica e privata – al fine di creare e fornire beni e servizi in favore della collettività, la sua definizione in termini più strettamente giuridici non è da sempre apparsa facile ed esaustiva.

A causa dell'eccessiva frammentazione normativa dei diversi Paesi dell'Unione Europea, in data 30 aprile 2004 la Commissione europea è intervenuta sul tema, emanando il «Libro verde relativo ai partenariati pubblico-privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni»⁵⁹ al fine di raccordare sotto un'unica voce plurime modalità di relazione tra il pubblico e il privato, cercando di adottare un approccio sistematico fino ad allora assente.

Nel tentativo di riordinare la vasta materia, la Commissione, per la prima volta, recepisce dalla tradizione di *common law* il concetto di *Public-Private Partnership* e lo definisce come «un insieme di forme di cooperazione tra le autorità pubbliche e il mondo delle imprese che mirano a garantire il finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione o la manutenzione di un'infrastruttura o la fornitura di un servizio».

Più dettagliatamente, sotto l'etichetta di “partenariato” ricadono una lunga serie di istituti⁶⁰, diversi da Paese a Paese conformemente alle tradizioni giuridico-amministrative, accomunati, secondo la Commissione europea, dalla presenza di alcuni tratti, quali la durata relativamente lunga della collaborazione; il finanziamento, almeno in parte, a carico dell'imprenditore; uno specifico ruolo del *partner* privato nelle diverse fasi del progetto; una precisa ripartizione dei rischi tra i soggetti coinvolti⁶¹.

⁵⁹ Commissione Europea, “Libro verde relativo ai partenariati pubblico-privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni”, Bruxelles, 30.4.2004, COM(2004)327, cui hanno fatto seguito le comunicazioni interpretative COM(2005)569 datata 15 novembre 2005 e COM(2008)C91/02 datata 12 aprile 2008 circa l'applicazione del diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni all'ambito dei PPP istituzionalizzati.

⁶⁰ A. DAIDONE, *Il partenariato pubblico-privato: contesto di riferimento e analisi comparativa*, in *Rass. avv. Stato*, 2011, p. 29.

⁶¹ R. DIPACE, *Partenariato pubblico privato e contratti atipici*, cit., p. 146; M.P. CHITI (a cura di), *Il partenariato pubblico-privato: profili di diritto amministrativo e di scienza dell'amministrazione*, cit., p. 132; Id. (a cura di), *Il partenariato pubblico-privato. Concessioni, finanza di*

Ai fini riorganizzativi, il Libro Verde ha distinto il concetto di partenariato in due categorie: da un lato quello di tipo contrattuale, basato su un rapporto di natura convenzionale tra il privato e la pubblica amministrazione⁶²; dall'altro quello istituzionale, che implica una cooperazione tra il settore pubblico e quello privato in seno ad un'entità distinta, costituita da una struttura societaria caratterizzata da una congiunta partecipazione di capitale pubblico e privato secondo il modello della società mista⁶³.

Ad oltre dieci anni dall'emanazione del Libro Verde, il nuovo Codice dei contratti pubblici, introdotto in attuazione della più recente normativa europea⁶⁴, risente ancora della distinzione tra natura contrattuale e istitu-

progetto, società miste, fondazioni, cit., p. 34; M.R. ASSETTA, *Il partenariato pubblico-privato nel diritto comunitario*, in G.A. BENACCHIO, M. COZZIO (a cura di), *Mercato, regole e innovazione nel settore degli appalti e dei servizi pubblici*, EDK, Torriana, 2010, p. 25; G.F. CARTEI, *Le varie forme di partenariato pubblico-privato. Il quadro generale*, in *Urb. e app.*, 2011, p. 888; M. MATTALIA, *Il project financing come strumento di partenariato pubblico privato*, in *Foro amm. C. St.*, 2010, p. 1259; B. BOSETTI, *Il partenariato pubblico-privato contrattuale. Project financing, contratto di disponibilità, leasing immobiliare e sponsorizzazione*, in *App. e contr.*, 2012, p. 8; M.A. SANDULLI, *Il partenariato pubblico privato istituzionalizzato nell'evoluzione normativa*, in www.federalismi.it, 2012.

⁶² B. BOSETTI, *Il partenariato pubblico-privato contrattuale*, cit., p. 8.

⁶³ Già prevista all'art. 10 della L. 8 novembre 1991, n. 362, con riferimento alla gestione delle farmacie e poi disciplinata in modo compiuto dall'art. 22 della L. 8 giugno 1990, n. 142, la società mista, detenuta congiuntamente dal soggetto pubblico e da quello privato, ha trovato grande applicazione nella gestione dei servizi pubblici, tanto nazionali quanto locali, oggi in gran parte privatizzati. Inizialmente era stato imposto l'obbligo di prevalenza del capitale pubblico e l'apposita costituzione da parte dell'ente, ove finalizzata alla gestione del servizio pubblico; con la successiva L. 498/1992, all'art. 12, è stata, tuttavia, prevista la società mista a prevalente capitale privato, poi fattivamente disciplinata con il d.p.r. n. 533/1996. Successivamente è intervenuta la c.d. Legge Bassanini *bis* (L. 15 maggio 1997, n. 127) che, modificando l'art. 22 della L. 142/1990, ha previsto, a fianco della società per azioni, anche la possibilità di costituzione delle società miste a responsabilità limitata a prevalente capitale pubblico e, altresì, la possibilità che si tratti di società già esistenti di cui vengono successivamente acquisite le quote da parte di un ente pubblico, proprio al fine di costituire una società mista.

L'intera disciplina è poi confluita nell'art. 113 del d.lgs. n. 267 del 2000 (TUEL) che, alle lettere e) ed f), prevedeva l'esistenza di entrambe le succitate forme di società mista; norma successivamente modificata dall'art. 35 L. 448/2001 e riscritta con l'entrata in vigore dell'art. 14, d.l. 269/2003, convertito in L. 326/2003.

La materia è stata nuovamente modificata dall'art. 23-*bis* del d.l. 112/2008, convertito nella L. 133/2008, che, in un'ottica di maggiore competizione tra gli operatori economici, con specifico riferimento proprio al campo dei pubblici servizi, ha fornito un inquadramento sistematico del modello della società mista, quale forma di partenariato, prevedendo che la modalità ordinaria di affidamento fosse esclusivamente la procedura concorsuale aperta, a discapito dell'affidamento diretto senza gara. In esito alla consultazione referendaria del 12-13 giugno 2011 la suddetta disciplina è stata abrogata, ancorché riproposta nei suoi contenuti essenziali nel successivo art. 4 del d.l. 138/2011 convertito in L. 148/2011; norma poi dichiarata incostituzionale con sentenza della Corte Costituzionale del 20 luglio 2012, n. 199. Il modello della società mista trova oggi regolamentazione nell'art. 17 del d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, recentemente modificato dal d.lgs. 16 giugno 2017, n. 100.

⁶⁴ Si v. direttiva 2014/23/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014

zionale del partenariato, senza tuttavia limitarsi ad una mera elencazione di tali forme di relazioni.

Sotto un primo profilo, l'attuale art. 180, comma 8, riprendendo in larga parte le fattispecie menzionate nell'art. 3, comma 15-ter del previgente Codice dei contratti pubblici, annovera nell'ambito del partenariato la concessione di costruzione e gestione, la concessione di servizi⁶⁵, la locazione finanziaria di opere pubbliche⁶⁶, il contratto di disponibilità⁶⁷ e, appunto, la finanza di progetto⁶⁸. Dimostrando di cogliere come il partena-

sull'aggiudicazione dei contratti di concessione, tesa ad incentivare lo sviluppo di forme di partenariato pubblico-privato attraverso l'individuazione di un quadro di regole uniformi allo scopo di armonizzare e semplificare le legislazioni dei singoli Stati membri; direttiva 2014/24/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014 sugli appalti pubblici; direttiva 2014/25/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014 sulle procedure d'appalto degli enti erogatori nei settori dell'acqua, dell'energia, dei trasporti e dei servizi postali. Per un commento alle direttive si v. H. CAROLI CASAVOLA, *Le nuove direttive sugli appalti pubblici e le concessioni*, in *Urb. e app.*, 2014, pp. 1135 ss.; G. GRECO, *La direttiva in materia di concessioni*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2015, p. 1095; G. FIDONE, *Le concessioni di lavori e servizi alla vigilia del recepimento della direttiva 2014/23/UE*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2015, p. 101 ss.

⁶⁵ In merito alla distinzione tra concessione di lavori e concessione di servizi, si v. C. CORSI, *Le concessioni di lavori e di servizi*, in M.P. CHITI (a cura di), *Il partenariato pubblico-privato*, cit., p. 47; M. MATTALIA, *Il Project financing come strumento di partenariato pubblico privato*, cit., p. 1246; A. AVINO, *Brevi note sulla concessione di lavori pubblici alla luce dei recenti interventi normativi*, in *App. e contr.*, 2012, p. 35.

⁶⁶ V. art. 187 Codice dei contratti pubblici. Sul tema, anche se con riferimento alla previgente disposizione, v. C. LORIA, *Cenni sul leasing in costruendo*, in *Riv. amm. appalti*, 2009, p. 27; F. BRUNETTI, *Note minime sul leasing immobiliare pubblico*, *ivi*, 2009, p. 7; M. CERRITELLI, *Leasing immobiliare pubblico e terzo decreto correttivo al codice dei contratti pubblici*, *ivi*, 2009, p. 35; M.G. VIVARELLI, *L'attività negoziale della pubblica amministrazione: contratti ed accordi con i privati. Le nuove forme di partenariato tra il project financing e il leasing finanziario*, in *Riv. trim. appalti*, 2010, p. 403.

⁶⁷ È il contratto mediante il quale sono affidate, a rischio e a spese dell'affidatario, la costruzione e la messa a disposizione a favore dell'amministrazione aggiudicatrice di un'opera di proprietà privata destinata all'esercizio di un pubblico servizio, a fronte di un corrispettivo (artt. 3 lett. hhh e 188 Codice dei contratti pubblici). Per un commento si rimanda a G. SANTI, *Il partenariato pubblico-privato ed il contratto di concessione. Il contraente generale*, in F. MASTRAGOSTINO (a cura di), *Diritto dei contratti pubblici*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 197 ss., nonché, rispetto al previgente testo normativo, a F. BOTTEON, *Il contratto di disponibilità secondo il "decreto Monti" tra innovazioni e ruolo dell'autonomia contrattuale*, in *Contr. Stato e Enti pubbl.*, 2012, p. 11.

⁶⁸ M. LO CICERO, *Beni pubblici e public private partnership: dal Project financing al PPP, la lezione del Regno Unito*, in *Id.*, *Impresa, incertezza e investimenti dal corporate al project finance*, cit., p. 20; G. FIDONE, B. RAGANELLI, *Il partenariato pubblico-privato e la finanza di progetto*, in M. CLARICH (a cura di), *Commentario al codice dei contratti pubblici*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 737 ss.; G.F. CARTEI, M. RICCHI (a cura di), *Finanza di progetto. Temi e prospettive*, Editoriale scientifica, Napoli, 2010; N. LUGARESI, *Concessione di lavori pubblici e finanza di progetto*, cit., p. 541 ss.; M. PROTTO, L. MAZZEO, *Project financing e infrastrutture strategiche: aspetti di criticità dell'attuale sistema e loro (possibile) superamento alla luce della direttiva 2014/23/UE*, in G.F. CARTEI, M. RICCHI (a cura di), *Finanza di Progetto e Partenariato Pubblico-Privato*, cit., p. 135 ss.; F. DE CRISTINA, *Il nuovo codice dei contratti pubblici – Il par-*

riato, in ragione del suo profilo fortemente dinamico, sia di per sé compatibile con possibili nuovi modelli relazionali elaborati per rispondere alle specifiche esigenze di operatori e pubbliche amministrazioni⁶⁹, la predetta disposizione si chiude con una formula aperta e generale, includendo «qualunque altra procedura di realizzazione in partenariato di opere o servizi che presentino le caratteristiche di cui ai commi precedenti»⁷⁰.

Sotto un secondo profilo, la novellata materia risulta caratterizzata dall'introduzione di una nozione unitaria di partenariato⁷¹ e dall'enucleazione, all'art. 180, dei suoi caratteri tipizzanti (in particolare, onerosità, allocazione del rischio e equilibrio economico finanziario del progetto), recependo orientamenti già espressi dalla prassi⁷².

Secondo parte della dottrina⁷³, l'espressa menzione della finanza di progetto tra le forme di partenariato ai sensi dell'attuale art. 180 Codice

tenariato pubblico-privato quale "archetipo generale", in Giornale dir. amm., 2016, p. 436 ss.; G. SANTI, Il partenariato pubblico-privato ed il contratto di concessione, cit., p. 193 ss.; C. GUCCIONE, Partenariato pubblico privato e contraente generale, in C. CONTESSA, D. CROCCO (a cura di), Codice degli appalti e delle concessioni. Il D.lgs. 50/2016 commentato articolo per articolo, Dei, Roma, 2017, p. 691 ss.

⁶⁹ Secondo il Consiglio di Stato – Commissione speciale, parere del 29 marzo 2017, n. 775: «Il partenariato pubblico privato costituisce in realtà un fenomeno economico-finanziario, che trova disciplina giuridica nel relativo contratto di partenariato, qualificabile come contratto atipico, in cui le parti fissano nel modo ritenuto più idoneo e adeguato l'assetto dei propri rispettivi in funzione del conseguimento dell'interesse pubblico individuato esclusivamente dalla parte pubblica».

⁷⁰ Risulterebbero, peraltro riconducibili, al tale schema contrattuale anche le tre figure tipizzate di nuova introduzione: gli interventi di sussidiarietà orizzontale (art. 189), il baratto amministrativo (art. 190), la cessione di immobili in cambio di opere (art. 191). Può, inoltre, rientrare nell'ambito del partenariato il contratto di sponsorizzazione, in presenza dei requisiti richiesti dall'art. 180. La Comm. Spec. Cons. Stato, nel parere n. 855 dell'1 aprile 2016, ha precisato che «la sponsorizzazione può anche essere vista come una forma di partenariato, come si desume anche dalla rubrica dell'art. 151 del Codice». Sul contratto di sponsorizzazione si v. E. MASTRODOMENICO, *I nuovi modelli di contrattualistica pubblica. Il contratto di sponsorizzazione nel sistema degli appalti pubblici concorrenziali*, in *Nuova rass.*, 2007, p. 680.

⁷¹ L'art. 3 lett. eee) d.lgs. 50/2016 definisce il «contratto di partenariato pubblico privato» come «il contratto a titolo oneroso stipulato per iscritto con il quale una o più stazioni appaltanti conferiscono a uno o più operatori economici per un periodo determinato in funzione della durata dell'ammortamento dell'investimento o delle modalità di finanziamento fissate, un complesso di attività consistenti nella realizzazione, trasformazione, manutenzione e gestione operativa di un'opera in cambio della sua disponibilità, o del suo sfruttamento economico, o della fornitura di un servizio connesso all'utilizzo dell'opera stessa, con assunzione di rischio secondo modalità individuate nel contratto, da parte dell'operatore. Fatti salvi gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 44, comma 1-bis, del decreto-legge 31 dicembre 2007, n. 248, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 febbraio 2008, n. 31, si applicano, per i soli profili di tutela della finanza pubblica, i contenuti delle decisioni Eurostat».

⁷² In particolare, si v. la decisione Eurostat *"Treatment of public-private partnerships"* dell'11 febbraio 2004, n. 18.

⁷³ G. SANTI, *Il partenariato pubblico-privato ed il contratto di concessione. Il contraente generale*, cit., p. 157.

dei contratti pubblici (e, già *ante* riforma, dal previgente art. 3, comma 15-*ter*) risulterebbe, tuttavia, non pienamente convincente.

La qualificazione dalla finanza di progetto era stata già indagata nella vigenza della precedente disciplina (artt. 3, comma 15-*ter* e 153 d.lgs. n. 163/2006), che, nella sua formulazione, risentiva di un costante riferimento al modello concessorio⁷⁴, in virtù del quale «il partner privato fornisce un servizio al pubblico, in luogo, ma sotto il controllo, del partner pubblico»⁷⁵ in cambio di una retribuzione rappresentata dai compensi riscossi presso gli utenti del servizio.

Ne erano derivate le osservazioni di chi riteneva che la finanza di progetto non rappresentasse una tipologia di relazione tra settore pubblico e privato ulteriore rispetto alla concessione, ma che si identificasse con una variante di quest'ultima⁷⁶.

⁷⁴ La Commissione, nel Libro Verde COM (2004) 327, nella comunicazione interpretativa COM (2005) 569 del 15 novembre 2005, nonché nella comunicazione interpretativa COM 2008/C91/02 ha sottolineato come il tratto differenziale del contratto di concessione rispetto al contratto di appalto sia da ravvisarsi nella sussistenza del rischio operativo in capo al concessionario. In merito alla differenza tra contratto di appalto e contratto di concessione, nella giurisprudenza comunitaria si veda: Corte Giust. CE, 7 dicembre 2000, *Telaustria Verlags GmbH e Telefonadress GmbH c. Post & Telekom Austria AG*, C-324/98, in *Urb. e app.*, 2001, p. 487, con nota di F. LEGGIADRO, *Applicabilità delle direttive comunitarie alla concessione di servizi pubblici*; nonché Corte Giust. CE, 13 ottobre 2005, C-458/03, *Parking Brixen GmbH c. Gemeinde Brixen e Stadtwerke Brixen AG*, GU C 296, in *www.curia.eu.int.*, che individua un secondo profilo di discriminazione nella modalità di remunerazione del prestatore di servizi, la quale nel contratto di concessione proviene dalla redditività del bene o del servizio, attraverso il pagamento del prezzo corrisposto dagli utenti e non già dalla pubblica amministrazione; Corte di Giustizia, Sez. II, 18 luglio 2007, C-382/05, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2007, p. 1062; Corte Giust. CE, 13 novembre 2008, *Commissione c. Italia*, C-437/07, in *Urb. e app.*, 2008, p. 293. Anche la direttiva 2014/23/UE, art. 5, comma 1, pone l'accento sul tema dell'allocazione in capo al privato del rischio operativo quale aspetto dirimente per distinguere il contratto di concessione da quello di appalto. A livello nazionale, la concessione pubblica di lavori e di servizi, definite rispettivamente all'art. 3, lett. uu) e vv) d.lgs. 50/2016, si distingue dall'appalto per l'elemento del corrispettivo e per la gestione del rischio operativo. Se nell'appalto il corrispettivo corrisponde ad un compenso monetario determinato, nelle concessioni pubbliche l'onerosità coincide con la previsione del diritto del concessionario di gestire l'opera o il servizio oggetto del contratto, a cui si lega il rischio operativo di gestione. La peculiarità del contratto di concessione risiede, quindi, in questo profilo aleatorio rappresentato dal rischio operativo, definito dall'art. 3, lett. zz), come «il rischio legato alla gestione dei lavori o dei servizi sul lato della domanda o sul lato dell'offerta o di entrambi, trasferito all'operatore economico» con la precisazione che «l'operatore economico assum(e) il rischio operativo nel caso in cui, in condizioni operative normali, per tali intendendosi l'insussistenza di eventi non prevedibili, non sia garantito il recupero degli investimenti effettuati o dei costi sostenuti per la gestione dei lavori o dei servizi oggetto della concessione. La parte del rischio trasferita all'operatore economico deve comportare una reale esposizione alle fluttuazioni del mercato tale per cui ogni potenziale perdita stimata subita dall'operatore economico non sia puramente nominale o trascurabile».

⁷⁵ Libro Verde relativo ai *partenariati pubblico-privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni*, cit., punto 22.

⁷⁶ N. LUGARESI, *Concessioni di costruzione e gestione e project financing: problemi appli-*