

Dottorato di Ricerca  
Economia e Tecnica della Finanza di Progetto  
XXII Ciclo

**IL PROJECT FINANCING  
TRA CRISI FINANZIARIA E RIPRESA ECONOMICA**

- R I A S S U N T O -

Tutor

**Prof. Francesco Capriglione**

Candidato

**Valerio Lemma**

*Roma, Marzo 2010*

## CAPITOLO I

### LA CRISI ED I LIMITI OPERATIVI DEL MERCATO FINANZIARIO

1. In generale. .... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2. Innovazione finanziaria e deregolamentazione. **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3. Disavanzo delle strutture di project financing: rischio di liquidità e rischio di credito. .... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
4. Effetto domino e traslazione della crisi verso l'economia reale **Errore. Il segnalibro non è de**
5. Il ruolo degli Stati, delle autorità sovranazionali e dei consessi internazionali nella crisi. .... **Errore. Il segnalibro non è definito.**

## CAPITOLO II

### CRITICITÀ DI SISTEMA

### E MECCANISMI DI PROJECT FINANCING

1. La crisi ed i modelli avanzati per la costruzione di opere infrastrutturali: la disciplina del project financing e del leasing immobiliare pubblico. .... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2. «*Credit crunch*» e la contrazione delle fonti di finanziamento del progetto. .... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3. I meccanismi del project financing: *default* del modello «*originated to distribute*» e *revirement* dello schema «*build operate transfer*». **Errore. Il segnalibro non è de**
4. Indipendenza del progetto, garanzie reali e altre forme di copertura dei rischi. .... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
5. L'assenza di un intervento sulle operazioni di project financing. **Errore. Il segnalibro non è d**
6. I riflessi delle problematiche nelle forme di supervisione indiretta sul project financing: dal risk management alla risk based supervision. **Errore. Il segnalibro noi**

## RIASSUNTO

1. Le prime indagini sulla crisi ne hanno chiarito la natura finanziaria, quanto meno con riferimento al punto d'innescò. Ne è seguito un atto di accusa avverso l'intercorso sviluppo dei meccanismi e delle tecniche più avanzate di gestione dei rischi fondato sull'idea che il *mercato liberista* statunitense fosse l'epicentro della crisi ed i *prodotti più evoluti* avessero la responsabilità della sua rapida diffusione su scala planetaria.

*Globalizzazione* ed *innovazione* sono, dunque, i fondamenti del pensiero accusatorio, intese quali determinanti una nuova realtà finanziaria che, nel disarticolare le soggettività economiche che si sono determinate nella fase di sviluppo del sistema di matrice capitalista, promuove in termini crescenti la dinamicità degli eventi (o meglio, delle fattispecie che dovrebbero essere oggetto di un'attività di regolazione e controllo).

Ed invero, *l'integrazione delle economie* - riveniente dal superamento degli ostacoli fisici e politici - assurge a canone ermeneutico per l'interpretazione delle interazioni tra le turbolenze finanziarie e le dinamiche proprie di uno schema complesso, qual è quello che soggiace alle operazioni di finanza di progetto, al fine di comprenderne le possibili influenze in termini di amplificazione od attenuazione degli effetti della crisi.

Quanto al rapporto tra *l'evoluzione tecnologica* ed la «finanza di progetto», l'integrale applicazione delle tecniche più avanzate da parte degli operatori del settore in considerazione ha determinato l'incremento della distanza tra la componente reale del progetto (*i.e.* l'opera) e le relative fonti di finanziamento, con ovvi riflessi sulla validità di ogni riferimento ai valori patrimoniali ed ai risultati reddituali sottostanti.

In tale prospettiva, il riferimento a strutture relazionali avanzate - qual è il «*project financing*» - segna un punto di osservazione che influenza l'attività dell'interprete, suggerendo una visione olistica della crisi in atto che ne evidenzia la natura non solo finanziaria, ma anche bancaria ed assicurativa.

Individuati così i termini della nostra indagine, si chiariscono le ragioni che suggeriscono di correlarne l'oggetto sia ai limiti operativi del mercato (bancario, finanziario ed assicurativo), sia ai meccanismi propri del project financing; gli uni e gli altri presi in considerazione al fine di identificare se vi siano stati elementi che non hanno ceduto di fronte alla crisi e, dunque, idonei a proporsi come possibili *driver* della ripresa economica.

Ne deriva l'opzione di sviluppare l'analisi della scelta interventistica pubblica - abbia, quest'ultima, ad oggetto l'adozione di specifiche misure di politica monetaria o fiscale ovvero la ridefinizione delle regole ordinamentali - secondo le regole ermeneutiche proprie del diritto dell'economia, con metodo interdisciplinare; l'indagine sarà, dunque, funzionalmente orientata a conciliare gli obiettivi di massimizzazione del benessere sociale e di allocazione efficiente delle risorse disponibili con il canone di equità sociale che caratterizza il nostro ordinamento costituzionale.

In tale premessa, l'analisi del rapporto tra crisi (finanziarie), azioni (emergenziali) ed istituzioni (di governo dell'economia) muove dalla

distinzione tra gli interventi dedicati agli enti finanziari e gli altri finalizzati ad un generale incremento dei dati quantitativi dell'economia reale (attraverso il sostegno della produzione ovvero della domanda di beni). Ed a seguito di tale distinzione, l'attenzione si potrà soffermare sui primi, tenendo in particolare considerazione, per un verso, le azioni preordinate a sostenere i livelli di liquidità disponibile, ad assicurare la disponibilità di capitali di investimento ed ad introdurre garanzie pubbliche (laddove vi sia una carenza di fiducia), per altro quelle dirette a rimodulare le regole dell'ordinamento finanziario.

Diviene così di primario rilievo la chiarificazione del ruolo della regolazione; essa - in ragione della sua capacità di influenzare la struttura ed il funzionamento degli operatori del mercato - non può limitarsi a disciplinare l'attività economica (e ancor meno può validamente circoscrivere il proprio ambito soggettivo di applicazione alla sola pubblica amministrazione) ovvero a vietare i comportamenti lesivi dei diritti soggettivi, ma deve assumersi la responsabilità di trasporre le idee qualificanti di ciascun modello economico in norme imperative in grado di assicurare il conseguimento dei suddetti obiettivi di stabilizzazione del mercato e di massimizzazione del benessere, tenendo in prima considerazione gli ulteriori (e, forse, superiori) fini di utilità sociale.

Da qui la proposizione di un tema giuridico rilevante che ha riguardo all'incidenza delle turbolenze finanziarie sul vigente sistema istituzionale; e ciò in riferimento alle peculiarità di un'economia - globalizzata ed innovata - che, sul piano delle concretezze, ha messo in crisi il tradizionale rapporto tra esercizio del potere e tutela dei diritti.

2. È dato di comune acquisizione che, agli inizi del nuovo millennio, i titoli strutturati avessero raggiunto un elevato livello di diffusione,

arrivando a caratterizzare i portafogli degli investitori, indipendentemente dalla loro qualità di soggetto professionale o meno.

Le ragioni del successo di tali strumenti appaiono riconducibili ai principi posti a fondamento dell'innovazione finanziaria: trasferimento intertemporale del valore, capacità di far riferimento a risultati futuri e negoziabilità dei relativi diritti. Tali principi, a ben considerare, si proponevano il miglioramento dei meccanismi di mercato, superandone le lacune strutturali (in termini di asimmetria informativa, sostegno della domanda e dell'offerta, nonché di gestione dei rischi e della volatilità).

Nel determinarsi di un contesto siffatto, l'impiego dei risultati della ricerca ha condotto alla definizione di nuovi prodotti finanziari in grado di consentire il superamento di eventuali discontinuità nelle linee di domanda e di offerta dei capitali, l'abbassamento dei costi transattivi e la possibilità di trasferire i rischi (in modalità diverse da quelle di tipo assicurativo). È, tuttavia, noto che molte delle innovazioni applicate alla finanza non abbiano creato strumenti del tutto nuovi, ma sono state mere combinazioni di prodotti esistenti, donde la riferibilità ad una «finanza complessa o sintetica».

Sul piano normativo, l'adesione a logiche di matrice liberista ha consentito che *innovazione* e *sintesi* si proponessero come elementi caratterizzanti l'operatività finanziaria di ultima generazione, senza l'intervento di filtri prudenziali o l'implementazione di forme di segmentazione di mercato atte a contenere il proliferare di rischi sistemici.

L'adesione all'impostazione interpretativa proposta in apertura consente di comprendere le interazioni tra le problematiche proprie della finanza innovativa ed i limiti degli interventi di auto od etero regolamentazione. È questa la via che consente il superamento delle diverse posizioni ancorate a sistemi di imputazioni delle responsabilità fondati sulla

costatazione di un mero deficit di cultura finanziaria; il nuovo orientamento, infatti, addiviene ad una visione critica del «*laissez-faire*».

La funzionalizzazione degli schemi del project financing alla gestione di progetti ancorati ad elementi reali, nel consentire la realizzazione di una specifica operazione di investimento, tiene separate le vicende soggettive degli operatori dai rischi propri dell'opera. Tale forma di disarticolazione si fonda sul ricorso ad entità soggettive dedicate all'operazione ed ad una rete di strumenti negoziali; enti e contratti che concorrono alla formazione di una struttura finanziaria autonoma, che - nel corso dei lavori - è assistita dalla garanzia reale dell'opera in programma di realizzazione e - nel periodo di sfruttamento economico - sarà alimentata dai flussi prodotti dall'opera completata.

In generale, l'evidenza empirica dimostra che tale struttura finanziaria è, per solito, impiegata nelle operazioni ad alta intensità di capitale, dimostrando sin dalle prime esecuzioni pratiche la propria idoneità a sostenere il fabbisogno di progetti che si propongono di realizzare un prodotto rispondente ad una domanda di mercato relativamente stabile nel lungo periodo (qual è, ad esempio, il progetto di un'infrastruttura per la mobilità urbana).

Sul piano pubblicistico, la possibilità di una struttura finanziaria dinamica introduce un elemento di complessità tale da suggerire l'intervento dell'autorità di regolazione. È, ormai, di tutta evidenza il rischio che gli operatori privati, a fronte di un'ampia libertà nella configurazione della struttura e delle attività, propendano per l'assunzione di elevati livelli di rischio, da disperdere poi sul mercato.

In tale prospettiva, il riferimento alla crisi in atto riduce gli spazi per la definizione dell'equilibrio in cui può operare una struttura caratterizzata da elevati livelli di disavanzo funzionale. Ed invero, la contrazione dei circuiti creditizi, la sfiducia verso i prodotti finanziari derivati ed i problemi

del sistema assicurativo limitano, in via di fatto, le possibilità di trovare una soluzione realizzabile al problema del finanziamento di uno specifico progetto.

Sul piano giuridico, il regime prudenziale attuato con gli accordi di Basilea (che, com'è noto, è preordinato ad evitare che le banche si esponano a rischi particolarmente elevati e, dunque, funzionale all'obiettivo di ridurre la probabilità di una loro crisi) condiziona solo indirettamente la definizione dell'operazione, regolando l'attività operativa degli intermediari che intervengono finanziariamente.

Ed invero, la disciplina di Basilea II, interagendo con la valutazione del merito creditizio, può determinare dell'esposizione complessiva. E ciò, facendo pieno affidamento sui modelli di misurazione dei rischi e sui giudizi delle agenzie di rating, che come è stato osservato, si sono dimostrati poco affidabili.

In sintesi, pur nel pieno convincimento che la crisi finanziaria abbia interagito con alcuni limiti - strutturali ed operativi - del sistema di Basilea II, residuano valide ragioni per confermare l'adesione alla filosofia che ne è alla base, donde l'auspicio di una rapida revisione di taluni aspetti tecnici al fine di concludere un terzo accordo in questa materia.

Il legislatore, dunque, non è intervenuto su uno dei problemi più delicati del *project financing*, l'individuazione della dimensione dei «mezzi propri» (quali sono quelli permanentemente destinati all'operazione in progetto) di cui deve essere dotato l'ente societario posto al centro del progetto (la cd. «società di progetto»).

3. Nel corso dell'indagine si arriva a definire il project financing come una struttura complessa di intermediazione dei capitali (dai mercati verso l'opera in progetto), struttura che, per taluni aspetti, appare inquadrabile negli spazi dello *shadow banking system* individuato dagli studi economici



sollecitati dalla crisi. Ed invero, sembra possibile ritenere che i profili di opacità di tale sistema possono consentire che il *default* di un veicolo finanziario (o meglio, il verificarsi dell'evento cui fa riferimento il rischio di insolvenza correlato ad un'operazione di finanza di progetto) si possa determinare in un contesto estraneo agli ambiti della vigilanza e, dunque, in assenza dei meccanismi di intervento previsti per la tutela dell'ordinato funzionamento del mercato.

Da qui, il riferimento all'ordine giuridico dei mercati, che appare messo a dura prova da un «effetto domino» che ha coinvolto un sistema (evidentemente) privo di adeguati presidi di sicurezza.

È ormai di tutta evidenza il fatto che l'insuccesso di talune operazioni strutturate ha pregiudicato l'assetto di interi comparti della finanza e, per tal via, ha compromesso la stabilità dell'intero sistema globale.

A monte di tali eventi v'è l'architettura socio-economica degli Stati Uniti che, per un verso, è informata ad una logica liberale, per altro esprime una formula organizzativa degli scambi che non ha mai preso in considerazione la possibilità di contenere le negoziazioni entro ben definiti limiti qualitativi o, quanto meno, quantitativi (che ancorassero i valori finanziari al sistema dell'economia reale).

A valle si riscontrano le interconnessioni finanziarie, che - ai tempi in cui è insorta la crisi - non erano più circoscritte entro determinati ambiti, ma costituivano una rete a maglie strette intorno al pianeta.

Sul piano dell'interpretazione politica, l'opzione del governo statunitense di sostenere l'economia facendo ricorso agli strumenti più avanzati - e più rischiosi - messi a disposizione dall'ingegneria finanziaria si è risolta in una situazione patologica di estrema gravità. Se, nei primi tempi, tale opzione ha consentito di sostenere il ciclo economico, la medesima non è stata in grado di avviare una sua interversione, ma ha prodotto effetti

critici che sono, successivamente, traslati verso i mercati finanziari degli altri paesi sviluppati e, infine, verso l'economia reale.

Va, dunque, considerato come tale schema rifletta la struttura logico-formale del *project financing*; la volontà di addivenire ad una forma di finanziamento dell'opera idonea a trovare un favorevole accoglimento sul mercato dei capitali induce a realizzare una frammentazione dei rischi propri del progetto. Questi, infatti, in parte vengono gestiti attraverso l'impiego di prodotti e contratti assicurativi, in altra parte vengono giuridicamente dispersi tra i soggetti che intervengono nell'operazione (mediante il «pacchetto contrattuale» che assiste le operazioni della nostra specie), siano essi promotori, investitori istituzionali ovvero risparmiatori. Se ne deduce che gli effetti ora in considerazione (domino e traslazione) non si limitano ad incidere indirettamente sulla finanza di progetto (attraverso il deterioramento delle condizioni economiche di base), ma dimostrano come l'uso di strumenti complessi non sempre conduce ad una allocazione ottimale del rischio, realizzata a compartimenti stagni.

4. La ricerca, nel chiarire molte delle cause della crisi, pone sotto accusa gli atteggiamenti che hanno portato ad accantonare gli insegnamenti rivenienti dalla grande crisi del 1929. Per converso, come è stato dimostrato dalle turbolenze finanziarie in atto, l'adozione di politiche innovative e l'applicazione di tecnologie avanzate hanno messo fine ai timori di una recessione e, dunque, ai presidi regolamentari adottati per contenere la «volatilità aggregata». In altri termini, è evidente come il declino di tale parametro dagli anni Cinquanta in avanti non si è risolto nella fine delle oscillazioni del ciclo economico. Anzi, con tutta probabilità, erano tali presidi che permettevano di contenerne le variazioni periodiche in modalità tali di rendere l'economia maggiormente capace di assorbire gli *shock* di minore entità.

Ed ancora, l'opzione deregolatoria - che, al fine di ridurre i vincoli all'attività finanziaria, ha eliminato le limitazioni maggiormente gravose - non è stata scevra di ulteriori effetti; si è, infatti, consentito che si instaurassero relazioni tra soggetti al fine di disperdere i *rischi idiosincratici*. Da qui la rete a maglie strette dianzi menzionata, che è divenuta la struttura portante del mercato e, per il tramite di essa si sono incontrate le domande e le offerte di istituzioni finanziarie, imprese e famiglie.

A ben considerare, anche l'*inquinamento* dei mercati e dell'economia reale è una conseguenza diretta del progresso delle relazioni internazionali; sviluppo che, nell'eliminare ogni barriera, ha definito una struttura che ha consentito ai titoli tossici di rifluire nei bilanci degli intermediari, degli investitori professionali e delle imprese di assicurazione, prima, e nei portafogli dei risparmiatori privati, poi. E ciò, in ragione dell'assenza di adeguati presidi regolamentari di matrice tradizionale.

La traslazione della crisi, tuttavia, non può esser imputata solamente alle politiche dell'esecutivo statunitense, né alle condotte degli operatori finanziari; essa riviene dall'incapacità della supervisione pubblica di prevenire - o quanto meno contenere - gli eccessi della finanza evoluta al fine di preservare la stabilità dei mercati e, più in generale, dell'economia reale.

Il paradigma del project financing, al di là degli aspetti tecnici, rappresenta uno degli stadi più avanzati per la promozione di iniziative consistenti e durature, prendendo a riferimento un arco temporale di lungo periodo. Da qui, l'introduzione nel nostro ordinamento di un modello che si fonda su previsioni ragionate e tecniche innovative, restando tuttavia ancorato ai principi della *old economy* (che, nel segnare l'età dell'oro del secolo breve, hanno determinato una esplosione stupefacente dell'economia propria di una società industriale capitalistica). E ciò, in un

contesto che travalica gli spazi dell'autonomia imprenditoriale privata ed arriva a coinvolgere la pubblica amministrazione nello sviluppo del Paese.

Sul piano giuridico, la finanza di progetto si sarebbe potuta avvalere degli istituti di diritto privato, tuttavia la discussione - sin dalle origini - volse verso la ricerca di una strumentazione propria; i primi progetti di legge in materia, infatti, hanno preso in considerazione l'ipotesi di «società legali».

Successivamente, le prospettive di applicazione del *project financing* ai lavori pubblici, nell'offrire una possibile soluzione alla situazione di *empasse* che caratterizzava il settore, hanno orientato il legislatore verso un'impostazione a carattere amministrativistico, donde l'opzione di un intervento sulla legge n. 109 del 1994 (legge quadro che regolava la materia), nella quale venne innestata una disciplina volta a favorire il coinvolgimento dei privati nella realizzazione delle opere pubbliche e nella progettazione delle relative modalità di finanziamento.

A tale prima innovazione legislativa ha fatto seguito un intenso dibattito - originato dagli operatori imprenditoriali privati - che ha recepito l'orientamento di fondo che ricollega, alla scelta di ripianare il deficit infrastrutturale del Paese, l'impiego di risorse diverse da quelle della finanza pubblica.

V'è di più, il ricorso a forme di «dialogo competitivo» - che trasformino il notevole impegno richiesto per l'espletazione delle procedure in un «vantaggio competitivo» - può rappresentare un'ulteriore via per la tempestiva realizzazione dell'opera. Ed invero, l'opzione per un «colloquio multilaterale» - operata dall'ordinamento comunitario, art. 29 della direttiva 2004/18/CE, e recepita integralmente dal disposto dell'art. 58 del d. lgs. 12 aprile 2006, n. 163 - appare preordinata al soddisfacimento delle necessità della stazione appaltante, in caso di soli progetti di elevata complessità (che, tuttavia, sono per soliti gestiti con strumenti diversi da quelli ora in

esame) ed in vista del fine di definire un capitolato tecnico che sappia recepire i suggerimenti delle imprese che partecipano alla realizzazione dell'opera.

La struttura bifasica e l'ambito soggettivo di applicazione della forma di dialogo in parola, oltre a ricondurla tra gli strumenti di partenariato pubblico privato, non impedisce che la medesima sia astrattamente applicabile ai modelli avanzati per la realizzazione di opere infrastrutturali oggetto di analisi. Sul piano normativo, infatti, la disciplina di coordinamento tra i due istituti (dialogo competitivo e finanza di progetto) viene risolta in termini di *incompatibilità* e di *rilevanza* dell'importo dei lavori, ai sensi del secondo comma dell'art. 152 del d. lgs. 163 del 2006. È chiaro l'intento di affinare la *nostra* tecnica mediante la conciliazione dei caratteri qualificanti delle procedure concorrenziali (di tutela della concorrenza) e di quelle negoziali (per l'esercizio di una discrezionalità tecnica funzionale ad un incremento dei livelli di *performance*).

Con particolare riferimento al nostro Paese, si sono osservati gli interventi adottati nel 2009 da parte dell'Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici, i quali - oltre ad esplicitare i loro effetti sul piano della supervisione - hanno interagito con le misure anticicliche adottate dal Governo in modalità tali da consentire che gli appalti pubblici possano essere delle leve strategiche finalizzate alla ripresa economica. E ciò, sulla scorta delle indicazioni rivenienti dall'analisi della domanda di contratti pubblici nella fase iniziale della crisi; esse, infatti, hanno evidenziato «una sostanziale stabilità della domanda di appalti pubblici da parte delle Stazioni Appaltanti».

Sono venute, inoltre, in considerazione le modifiche apportate al Codice degli appalti dal decreto legislativo 11 settembre 2008, n. 152 (recante ulteriori disposizioni correttive e integrative del citato d. lgs. 163 del 2006, cd. «Terzo correttivo») volte ad innovare le procedure per

l'affidamento delle concessioni di lavori pubblici che ricorrono, totalmente o parzialmente, a risorse private. Ed invero, le novità per tal via introdotte hanno inciso sulla finanza di progetto, intervenendo sulla definizione della figura del promotore, nonché sui taluni aspetti procedurali.

Com'è noto, la disciplina previgente faceva affidamento su tre *sub* procedimenti, seguendo linee di svolgimento che non hanno agevolato l'attività dei promotori. La novella del 2008, nel cercare di conciliare le diverse istanze rivenienti dalla Pubblica amministrazione e dagli operatori del settore, hanno introdotto una via ordinaria (disciplinata dai primi quattordici commi del nuovo art. 153, d. lgs. 163 del 2006); si prevede, infatti, che le amministrazioni aggiudicatrici possono affidare una concessione ponendo a base di gara uno studio di fattibilità. Su tale base, viene poi effettuata la scelta mediante l'applicazione del criterio dell'«offerta economicamente più vantaggiosa» (di cui all'articolo 83, d. lgs. 163 del 2006).

In alternativa a tale via, dopo tali modifiche, l'amministrazione può procedere mediante l'espletamento di due distinte procedure selettive che - ai sensi del quindicesimo comma del citato art. 153 - consentano di individuare il promotore e, successivamente, l'affidatario della concessione; ciò, fermo il riconoscimento di un diritto di prelazione del primo.

Denota peculiare significatività sia l'attribuzione ai soggetti privati del *potere di sollecitare* l'amministrazione qualora quest'ultima rimanga inerte, sia la *facoltà di impulso* riconosciuta ai privati in relazione alle opere non iscritte nella programmazione privata; l'uno (il potere) e l'altra (la facoltà), pur confermando la centralità del ruolo della pubblica amministrazione, sembrano rappresentare una manifestazione di volontà dei privati destinata a richiamare l'attenzione del pubblico sull'opportunità di *provvedere*.

A valle della novella del 2008 si riscontra la *Determinazione n. 1 del 14 gennaio 2009* adottata dall'Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici al

fine di agevolare l'implementazione delle nuove procedure previste nel Codice dei contratti pubblici. I contenuti di tale documento si incentrano sulla previsione di «linee guida per l'affidamento delle concessioni di lavori pubblici mediante le procedure previste dall'articolo 153 del d.lgs. 163/2006» e di «linee guida per la redazione dello studio di fattibilità».

A ben considerare, la scelta di integrare le indicazioni rivenienti dalla normativa primaria se, per un verso, contribuiscono ad una corretta azione delle stazioni appaltanti, per altro trovano esplicazione in modalità tali da orientare il mercato dei lavori pubblici verso le principali problematiche del territorio di riferimento. Quanto al primo profilo, rileva il suggerimento di sottoporre preliminarmente gli studi di fattibilità (relativi ad opere di particolare importanza) ad una conferenza di servizi (e, dunque, di agire ai sensi dell'art. 14 *bis* della legge ... 1990, n. 241).

Ed infine, con particolare riferimento al «leasing immobiliare pubblico», sembra che le modifiche relative al disposto dell'art. 160 *bis* del citato d. lgs. 163 del 2006 (originariamente introdotto dalla legge 27 dicembre 2006, n. 296, cd. «legge finanziaria per l'anno 2007») siano limitate alla soluzione di alcuni problemi applicativi rivenienti dall'assenza di una definizione del contratto di locazione finanziaria (ora inteso quale «appalto pubblico di lavori, salvo che questi ultimi abbiano un carattere meramente accessorio rispetto all'oggetto principale del contratto medesimo»). E ciò, sulla scorta delle indicazioni rivenienti dai primi commenti, che hanno suggerito ricondurre un'operazione di tal specie al genere dei contratti di appalto misto di servizi e di lavori, fermo il limite dell'accessorietà dei secondi.

Ed ancora, la menzionata novella del 2008 introduce un riferimento alle autorizzazioni del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, che circoscrive il novero dei soggetti ammessi ad intervenire nel ruolo di finanziatore; limitazione cui si aggiunge il dovere di dimostrare la

disponibilità dei «mezzi necessari ad eseguire l'appalto». Tale impostazione sembra prender atto dei rischi relativi ai flussi finanziari di un investimento immobiliare senza, tuttavia, addivenire ad una soluzione applicativa che chiarisse l'applicabilità delle regole di vigilanza prudenziale - e, dunque, di *capital adequacy* - per il tramite di *capital measurement* e di *capital standards*.

5. Nella fase antecedente alla crisi, la ricerca di una soluzione al problema del finanziamento delle opere a più elevata intensità di capitale aveva fatto riferimento alle tecniche di raccolta più avanzate, facendo riferimento al sistema dei *collateral* e del *rating*. Tale relazione era a base dello schema di intermediazione impiegato nelle operazioni quantitativamente più rilevanti; ed invero, si riteneva che, per tal via, fosse possibile addivenire ad un'efficace interazione tra i sistemi di gestione del rischio e il riconoscimento di incentivi economici quantitativamente adeguati alle capacità reddituali del progetto.

In particolare, l'applicazione del modello «*originated to distribute*» appariva idonea ad assicurare una maggiore disponibilità di fondi ed una minore volatilità degli utili, in quanto il rischio di credito veniva riallocato presso un numero indefinito di soggetti terzi, attraverso una rete capillare di operazioni sui mercati (regolamentati e non) che avrebbe dovuto consentire di disperderlo.

Tuttavia, in occasione degli eventi di crisi, tale modello non ha assicurato il conseguimento dei benefici suddetti, ma si è risolto in una formula degenerativa; e ciò, a prescindere da un effettivo deterioramento dei progetti a base delle strutture finanziarie impiegate per l'emissione dei titoli. Ed infatti, l'evidenza empirica ha dimostrato come l'operatività successiva - di secondo livello - su tali titoli, non ha evitato un ripristino dei livelli di concentrazione che si cercava di disperdere, perché, in



determinate ipotesi, talune banche hanno finito per avere una significativa esposizione (diretta e indiretta) verso molti dei soggetti terzi presso i quali era stato trasferito il rischio originario (in ragione della concessione di linee di credito dedicate o, più in generali, di altri rapporti creditizi).

Ovviamente, la critica non può restare circoscritta alle carenze riscontrabili nella gestione del rischio delle operazioni fondate sul ricorso diretto al mercato, ma deve estendersi alla struttura del modello «*originated to distribute*», che appare incapace di promuovere comportamenti virtuosi o di produrre incentivi costanti ed allineati lungo la catena della cartolarizzazione. Ed invero, alla posizione di favore dei soggetti che ottenevano il credito, di chi ne organizzava la cartolarizzazione e delle agenzie di rating, non faceva riscontro un analogo vantaggio in capo ai sottoscrittori finali degli strumenti finanziari immessi in circolazione sul mercato.

Per converso, non sembra potersi muovere una critica così radicale nei confronti del modello «*built - operate - transfer*» (che è stato impiegato nei paesi industrializzati per progettare le strutture finanziarie finalizzate ad opere di pubblica utilità e, più in generale, al sostegno di iniziative della pubblica amministrazione). Ed invero, il coinvolgimento dei privati si realizza - a livello proprietario ed gestione - sia con riferimento all'attività di promozione dell'iniziativa, sia nelle ulteriori attività necessarie alla realizzazione dell'infrastruttura.

Vengono, dunque, in rilievo gli strumenti giuridici che consentono ai privati di interagire con la pubblica amministrazione; strumenti che, nel regolare lo svolgimento dell'operazione di project financing, definiscono (e circoscrivono) il ruolo dei primi con riferimento sia agli impegni (economici, industriali e finanziari), sia alle responsabilità (per la correttezza del completamento dell'opera, per la efficienza della gestione e per la tempestività del rimborso dei finanziamenti).

In tale contesto, la costituzione di un veicolo (cd. *special purpose vehicle*) - attraverso il ricorso agli schemi tipici del diritto societario - consente di individuare un centro di interessi verso cui dirigere gli accordi aventi ad oggetto la definizione di diritti ed obblighi. Ed invero, è facile rilevare che, almeno sul piano soggettivo, tale opzione sembra semplificare la procedura di redazione dei cd. accordi di concessione, per tali intesi i patti che si stipulano con l'autorità pubblica. E ciò, con particolare riguardo alla programmazione del sistema di tariffazione collegato allo sfruttamento economico dell'opera, nonché in relazione alla scelta delle forme di copertura delle varie tipologie di rischio connessi all'operazione.

6. L'autonomia di un'operazione di project financing - rispetto all'attività imprenditoriale dei soggetti che concorrono alla sua realizzazione - assume specifico rilievo in considerazione degli effetti che esplica sulle relazioni che intercorrono con i finanziatori. Ed invero, essa, se per un verso, consente di evitare che i flussi di cassa del progetto vengano impiegati per adempiere ad obbligazioni ulteriori e diverse (rispetto a quelle necessarie per la realizzazione dell'opera), per altro sottrae ai creditori la garanzia riveniente dal patrimonio delle società promotrici o costruttrici.

È questo l'effetto tipico del «*ring fence*», inteso quale insieme di strumenti giuridici volti a realizzare una separazione economica fra le attività tipicamente ricomprese nell'oggetto sociale e quelle intraprese ad altri fini. A fronte di tale strumento v'è il «*limited recourse*» e, cioè, accordi negoziali volti ad attenuare tale principio attraverso l'impegno del patrimonio dei promotori e degli esecutori; impegno che può realizzarsi in forma diretta (attraverso la sottoscrizione del capitale sociale dello *special purpose vehicle*) ovvero indiretta (attraverso la concessione di apposite garanzie).

7. Sotto altro profilo, la disamina delle criticità di sistema ha indotto a volgere lo sguardo oltre le ragioni della crisi, verso gli interventi pubblici a sostegno dell'economia. Ed invero, l'applicazione dei modelli ed agli strumenti del diritto dell'economia determina la ricerca di un intervento normativo volto ad agevolare la finanza di progetto al fine di salvaguardare l'interesse alla realizzazione dell'opera. Tuttavia, non è dato rinvenire un'azione del legislatore diretta *in subiecta materia*, né il deferimento di tale compito all'amministrazione coinvolta nell'operazione di *project financing* (i cd. *lead regulators*).

L'inerzia del legislatore sembra potersi ricollegare alla scelta di evitare il conferimento - in capo ai soggetti pubblici - del potere di incidere significativamente sulle relazioni tra i partecipanti ad un'operazione di *project financing*, impedendo dunque che la ricerca della stabilità del mercato realizzasse una compressione dei diritti dei privati. Ciò ha garantito che gli interventi autoritativi potessero tradursi in forme di governo pubblico dei progetti, di per sé negatori della validità del regime liberistico - e di autoregolamentazione - che - sin dalle origini - si è affermato nel settore in esame.

Sul piano economico, va rilevato la riferibilità al lungo termine ha interagito favorevolmente con le strategie di investimento, contenendo le tensioni rivenienti da esuberanze irrazionali. In particolare, la componente reale del progetto è stata un fattore di stabilità primario; ed invero, gli esiti delle prime analisi tecniche hanno messo in evidenza l'attitudine dei beni a preservare il loro valore nel tempo quale caratteristica che li rende idonei mezzi di garanzia.

Ne è derivata una diversa incidenza della crisi, nonostante l'elevato livello di discrezionalità che contraddistingue il comparto in esame che - com'è stato dianzi precisato - è ricco di frammentazioni (connesse, per lo

più, alle diversità dei contenuti della disciplina secondaria (e, in particolare, degli studi di fattibilità e dei relativi bandi).

Ulteriori elementi di stabilità sono riscontrabili nel riferimento agli assetti patrimoniali delle operazioni (e, più in generale, degli operatori del settore); ed invero, la predeterminazione dello sviluppo del progetto - riveniente dai vincoli introdotti in sede di progettazione dell'opera infrastrutturale e di programmazione dei finanziamenti - comprime gli spazi di autonomia rimessi ai privati, che - a partire dalla stipulazione del contratto di concessione - hanno pattiziamente definito i termini del loro coinvolgimento.

In sintesi, se è possibile individuare un nesso tra l'insorgere della crisi e l'insuccesso di taluni progetti finanziari (nella fase antecedente a quest'ultima), esso ricollega gli elementi di instabilità (strutturale e funzionale) alle applicazioni più avanzate del *project financing* (e, segnatamente, alle operazioni che facevano riferimento allo schema «*originated to distribute*»). Si addivene, dunque, alla constatazione che le strutture particolarmente esposte ai rischi di controparte e di liquidità sono incorse nelle difficoltà connesse ai noti problemi di *correttezza* dei comportamenti e di *trasparenza* dei mercati (e ciò, a causa delle proprie condizioni di specialità); si spiega, dunque, la scelta del legislatore che, in assenza di un cedimento generalizzato del *project financing*, ha preferito evitare ogni intervento coercitivo.

## Bibliografia

- ACEMOGLU, *Quando gli economisti sbagliano*, pubblicato in italiano sul sito [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 30 gennaio 2009
- ALPA, *Mercati in crisi, ragioni del diritto e cultura globale*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2009
- AMATO, *Un altro mondo è possibile*, Milano, 2006
- AMOROSINO, *Funzioni e poteri della CONSOB "nouvelle"*, in Banca borsa e titoli di credito, 2008
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008
- ANTONUCCI - PARACAMPO, *Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in Banca borsa e titoli di credito, 2007
- ANTONUCCI *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in Banca borsa e titoli di credito, 2004
- AUTORITÀ PER LA VIGILANZA SUI CONTRATTI PUBBLICI DI LAVORI, SERVIZI E FORNITURE, *Relazione annuale per l'anno 2008 al Senato della Repubblica*, Roma, 25 giugno 2009
- BINI SMAGHI, *Relazione introduttiva* al convegno di studi «Verso il G8 - Strategie per uscire dalla crisi», tenuto l'Università Luiss Guido Carli di Roma, 27 maggio 2009
- BOCCUZZI, *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari, 2006
- CAMPBELL, *Bank Insolvency and the Problem of Nonperforming Loans* in Journal of Banking Regulation, 2007
- CAPACCIOLI, *Manuale di diritto amministrativo*, Padova 1983
- CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009
- CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. n. 262 del 2005)*, in Banca borsa titoli credito, 2006
- CAPRIGLIONE, *Intervento alla Conferenza «Credit crunch: is it all the Regulators' fault»*, organizzata dal Consiglio Nazionale Forense e dalla British Italian Law Association, Roma, 14 maggio 2009
- CARDIA, *Armonizzazione normativa e cooperazione per combattere la crisi in Europa*, in Bancaria, Giugno, 2009
- CARDIA, *Audizione del presidente della Consob sulla vigilanza finanziaria europea*, presso la Commissione VI della Camera dei Deputati, Roma, 16 settembre 2009.

- CARDIA, *Audizione della Consob*, nel corso della *Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana*, presso la Commissione VI della Camera dei Deputati, 14 ottobre 2008
- CAROSIO, *Oltre la crisi. Regole, Vigilanza, Infrastrutture*, intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia all'incontro *L'Europa dei pagamenti negli anni del turmoil* presso l'Abi, Roma, 15 giugno 2009
- CASSESE, *International law*, Oxford, 2001
- CAVALIERI, *Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009
- CONDEMI *Controllo dei rischi bancari e supervisione creditizia*, Bari, 2005
- CHEN, *The Market Price of Liquidity Risk: A Macroeconomic Perspective*, reperibile sul sito [www.gsm.pku.edu.cn](http://www.gsm.pku.edu.cn)
- CHIORAZZO - DI GIULIO, *Il ruolo del settore immobiliare nell'economia*, in *Bancaria*, 2009
- CIOCCA, *1929 e 2009: due crisi commensurabili?*, 16 luglio 2009, reperibile sul sito [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it)
- CIRAFISI - PASSANTE, *Guida al nuovo codice dei contratti pubblici*, Palermo, 2006
- COLOMBINI, *Crisi finanziaria. Comportamenti, regole e controlli*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009
- CONTESSA - DE SALVO, *La procedura del dialogo competitivo fra partenariato pubblico/privato e tutela della concorrenza*, in *Urbanistica e appalti*, 2006
- COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007
- CURZIO, *Come l'Unione europea può evitare che il G20 diventi G2*, in *Italianieuropei*, 2009.
- DE POLI, *Crisi finanziaria e salvataggio delle banche inglesi. Il banking act 2009*, supplemento al primo numero della *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009
- DI GASPARE, *Approccio teorico al diritto dell'economia tra "common law" e "civil law"*, in *Jus*, 2005
- *Direct supervision of Credit Rating Agencies*, in *Commission staff working document*, SEC(2009)
- DRAGHI, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia all'Assemblea Ordinaria dell'Associazione Bancaria Italiana*, Roma, 8 luglio 2009
- FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e Impresa*, 2008

- FAISSOLA, *Audizione dell'Associazione Bancaria Italiana*, nel corso della *Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana*, presso la Commissione VI della Camera dei Deputati, 28 ottobre 2008
- FERRARA, *Dopo il G8: verso un gruppo per il consenso globale?*, in *Italianieuropei*, 2009
- FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 2001
- FERRO LUZZI, *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, Milano, 2005
- FORESTIERI, *Project finance e public-private partnership: limiti e potenzialità di fronte alla crisi finanziaria*, in *Bancaria*, 2009
- FURUSAWA, *WTO as Moral Support*, in *Review of International Economics*, reperibile sul sito [www.astrid-online.it](http://www.astrid-online.it)
- GABBI - BARSELLA - RASSACESI, *Il rischio operativo delle banche*, Milano, 2005
- GALBRAITH, *A Short History of Financial Euphoria*, Whittle Books, 1993
- GARDELLA, *La legge applicabile alle garanzie finanziarie tra localizzazione e autonomia privata: una prima ricognizione dopo l'attuazione della direttiva 2002/47/CE*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2005
- GASPARI, *Il dialogo competitivo come nuovo strumento negoziale e la sua (asserita) compatibilità con la finanza di progetto*, in *Giustizia amministrativa, ...*, pp. 68 - 71
- GIAMPAOLINO, alla *Conferenza Internazionale promossa dalla Presidenza Italiana del Public Procurement Network (PPN): «Il ruolo degli appalti pubblici nell'attuale contesto economico»*, Roma, 15 ottobre 2009
- GIAMPAOLINO, *Il ruolo degli appalti pubblici nell'attuale contesto economico*, intervento alla *Conferenza Internazionale promossa dalla Presidenza Italiana del Public Procurement Network (PPN)*, Roma, 15 ottobre 2009
- GIANNINI M. S., *Diritto amministrativo*, Milano, 1988
- GIANNOTTI - AATTAROCCHI, *Il rischio dei flussi dell'investimento immobiliare: evidenze empiriche del mercato italiano*, in *Bancaria*, 2009
- GIURDANELLA - UAUDULLO, *La Direttiva unica appalti: guida alla Direttiva 2004/18 in materia di appalti pubblici di lavori, forniture e servizi*. Napoli, 2004
- GOETZMANN - ROUWENHORST, *The origins of value*, Oxford, 2005
- GOODHART - OSOMOCOS, *Liquidity, default, and market regulation*, reperibile sul sito [www.voxeu.com](http://www.voxeu.com), 12 Novembre 2009
- GRECO, *Il leasing immobiliare quale nuovo sistema per la realizzazione di opere pubbliche*, in *Contratti e appalti*, 2007
- GROS, *Too interconnected to fail = too big to fail: What is in a leverage ratio?*, reperibile sul sito [www.voxeu.com](http://www.voxeu.com), 26 gennaio 2010
- H. R. CLINTON, *Discorso alla Commissione Affari esteri del Senato degli Stati Uniti d'America*, 13 gennaio 2009, reperibile sul sito [foreign.senate.gov](http://foreign.senate.gov).

- HOBBSAWN, *Il secolo breve. 1914/1991*, Milano, 1997
- HORMATS, *Audizione «Strengthening the transatlantic economy: moving beyond the crisis»*, 9 dicembre 2009, reperibile sul sito [foreign.senate.gov](http://foreign.senate.gov)
- HUPKES, *Insolvency: Why A Special Regime for Banks?*, in IMF Institute, *Current Developments in Monetary and Financial Law*, Washington (DC)
- IMPERATORI, *La finanza di progetto*, Milano, 2003
- INVERNIZZI, *Il dialogo competitivo e tecnico*, in AA.VV., *Il nuovo diritto negli appalti pubblici*, a cura di Garofoli e Sandulli, Milano, 2005
- LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, in Quaderni di finanza (Consob), 2008
- LUCAS, *Econometric Policy Evaluation: a Critique*, in AA.VV., *The Phillips Curve*, a cura di Brunner e Meltzer, Amsterdam (North Holland), 1976
- MAINO, *Credito e mercato dopo la crisi: appunti per regole e regolatori*, in *Bancaria*, 2009
- *Managing Global Insecurity Project Consultations in Beijing (China)*, 19-21 marzo 2009, Brookings Institution (Washington, D.C.), reperibile sul sito [www.brookings.edu](http://www.brookings.edu)
- MASERA, *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in *Bancaria*, Gennaio, 2009
- MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 2009
- MASSARI, *La scommessa del project financing*, in *Appalti e Contratti*, 2007
- MERUSI, *Profili giuridici dell'equipollenza monetaria dei sistemi di pagamento*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2006
- MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009
- MONTEDORO, *Leasing pubblico e capacità generale di diritto privato della p.a.*, reperibile sul sito [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it)
- MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, 2009
- NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti d'intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008
- OLIVIERI, *Il leasing come sistema di realizzazione delle opere pubbliche*, in *Contratti e appalti*, 2007
- PELLEGRINI, *Da un riscontro di regolarità alla «supervisione». La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in *Studi in onore del Prof. Capriglione*, in corso di stampa
- POSNER, *A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge (MA), 2009



- RABITTI BEDOGNI, *L'attuazione del principio di indipendenza nell'esercizio della revisione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002
- SARCINELLI, *Innovazione finanziaria, opportunità e criticità*, in *Bancaria*, 2009
- SAVONA, *Il risparmio in Italia: un punto di forza dell'economia e di solidità della società*, in *Bancaria*, 2009
- SCOTTI SCAMUZZI, *Il project financing nel settore pubblico*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2002
- SCOTTO SCAMUZZI, *Il project financing nel settore pubblico e la legge «Merloni-ter»*, in *Banca borsa titolo di credito*, 2002
- SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000
- STARK, *Economic prospects and the role of monetary policy in the current situation*, Luxembourg, 9 Marzo 2009, reperibile sul sito [www.cnbv.gov.mx](http://www.cnbv.gov.mx)
- STIGLITZ J.E., *La crisi finanziaria internazionale: le regole da riscrivere e le prospettive future*, in *Bancaria*, Settembre 2009
- TARANTOLA, *Banca e Mercato, quali prospettive?*, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia al Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine", Courmayeur, 25-26 settembre 2009
- THESMAR, *Comment réguler les hedge funds ?*, pubblicato sul sito [www.telos-eu.com](http://www.telos-eu.com)
- TRICHET, *Introductory statement with Q&A*, Frankfurt am Main, 4 February 2010
- TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione*, Padova, 2003
- TROIANO, *I conglomerati finanziari*, Padova, 2009
- TROIANO, *Le clausole di equivalenza nella regolazione finanziaria comunitaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009
- TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005
- VENTURI, *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009
- VERDE, *Il dialogo competitivo, l'accordo quadro ed il sistema dinamico di acquisizione della nuova direttiva comunitaria sugli appalti*, reperibile sul sito [www.diritto.it](http://www.diritto.it)
- VISCO, *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, Roma, intervento del 4 marzo 2009, reperibile sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)
- ZADRA, *Per una riforma organica dell'architettura di vigilanza europea: le proposte dell'ABI*, in *Bancaria*, 2009