

Luiss  
Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli

Facoltà di Economia

DOTTORATO DI RICERCA IN  
ECONOMIA E TECNICA DELLA FINANZA DI PROGETTO  
XX CICLO

*Il project financing*  
*e*  
*la segregazione patrimoniale. Profili economico-aziendali*

Relatore  
Ch.mo Prof. Alessandro Musaiò

Candidato  
Dott.ssa Elisa Sartori



## Indice

<i>Indice</i>	1
<i>Premessa</i>	3

### *Capitolo Primo*

#### *Il project financing: definizioni e differenze con il corporate finance*

1. I profili economico-aziendali	7
2. I profili giuridici	13
3. Gli elementi distintivi del project financing	18
4. Le differenze tra project e corporate finance	19

### *Capitolo Secondo*

#### *I fondamenti teorici della finanza di progetto*

1. La segregazione economico-finanziaria del progetto	39
2. Il leverage nelle operazioni di project finance	53
3. Il security package	59

### *Capitolo Terzo*

#### *Il quadro giuridico del project financing e i modelli di segregazione*

1. Il quadro giuridico del project financing in Italia	61
2. La società di progetto	65
3. Il patrimonio destinato: la disciplina e la ratio	74
4. Il finanziamento destinato: la disciplina e la ratio	86
5. Il trust: la disciplina e la ratio	92

## *Capitolo Quarto*

### *Il patrimonio destinato e il project financing*

1. La segregazione delle attività e dei cash flow	107
2. Effetti sul bilancio del promotore	120
3. Il leverage nel patrimonio destinato	138
4. Il security package	146

## *Capitolo Quinto*

### *Il finanziamento destinato e il project financing*

1. La segregazione delle attività e dei cash flow	151
2. Effetti sul bilancio del promotore	165
3. Il leverage nel finanziamento destinato	168
4. Il security package	170

## *Capitolo Sesto*

### *Il trust e il project financing*

1. La segregazione delle attività e dei cash flow	183
2. Effetti sul bilancio del promotore	187
3. Il leverage nel trust	202
4. Il security package	207

<i>Conclusioni</i>	214
--------------------	-----

<i>Bibliografia</i>	248
---------------------	-----

## *Premessa*

Fornire una definizione dell'oggetto di indagine è imprescindibile per delimitare i confini entro i quali possono liberamente muoversi lo studio e la ricerca.

Nel caso del *project financing*, l'individuazione delle caratteristiche che identificano il fenomeno è quanto mai articolata e complessa: non esiste una univoca definizione dell'oggetto di indagine in quanto molteplici e sempre mutevoli sono le modalità attraverso le quali il *project financing* si realizza.

Al fine di comprendere le molteplici definizioni fornite dagli studiosi della materia a livello nazionale e internazionale, è opportuno percorrere un breve *excursus* storico sulla finanza di progetto nel tempo.

La logica sottostante il *project finance* viene fatta risalire, secondo alcuni, al *fenus nauticum* (o *pecunia praeiecticia*) ai tempi dell'impero romano. Il *fenus* consisteva nel prestito di denaro a scopo di commercio marittimo con assunzione del rischio della navigazione da parte del creditore. Poichè questo rischio era molto elevato, secondo il concetto dell'*ubi periculum, ibi lucrum collocetur*, l'interesse richiesto dal finanziatore, che non vantava alcun diritto di rimborso nel caso in cui l'affare non fosse giunto alla sua "naturale" conclusione, era almeno il doppio di quello normalmente richiesto per altri tipi di prestito. I mercanti, che beneficiavano dei finanziamenti concessi per il viaggio e l'acquisto delle merci, si impegnavano a restituire ai finanziatori le somme accordate, attraverso i ricavi derivanti dalla vendita delle merci.<sup>1</sup>

Tuttavia, generalmente, si ritiene che la prima operazione di *project financing* risalga alla fine del tredicesimo secolo quando la Corona inglese negoziò una forma di prestito con la famiglia toscana dei Frescobaldi per sviluppare una miniera d'argento nel Devon. Il

---

<sup>1</sup> Zimmermann R., *The Law of Obligations*, Juta, 181 – 186, 1990; Sorge M., *La natura del rischio di credito nel project finance*, in "Rassegna trimestrale BRI", dicembre 2004, pag. 99.

prestito accordava al finanziatore il diritto di sfruttare economicamente le operazioni di estrazione dalla miniera dell'argento per un anno, per ripagarsi del finanziamento effettuato.<sup>2</sup>

In seguito, ad essere finanziate sulla base del progetto furono le spedizioni commerciali nel XVII e XVIII secolo: gli investitori fornivano i fondi alle Compagnie delle Indie Olandesi o Britannica per i viaggi che le stesse effettuavano in Asia e venivano rimborsati attraverso la liquidazione del carico di merci secondo la loro quota di partecipazione al prestito.<sup>3</sup>

Fra il 1840 ed il 1860, quasi 20.000 km della rete ferroviaria europea furono realizzati con tecniche di finanziamento riconducibili a quelle del *project financing*.

E' a partire dai primi decenni del XX secolo che la finanza di progetto, intesa nella sua accezione moderna, comincia ad essere applicata negli Stati Uniti nel settore dell'energia (soprattutto nella produzione di energia elettrica da cogenerazione) e nel settore petrolifero. Le società petrolifere costituite negli anni '20 nel Texas costituiscono un esempio di iniziativa imprenditoriale in cui i finanziatori, non potendo "garantirsi" sulla base della solidità della società, facevano affidamento, per l'erogazione del prestito, sui redditi attesi futuri che la società sarebbe stata in grado di generare nel futuro, attraverso la sottoscrizione di contratti pluriennali a prezzi predefiniti con grandi compratori dotati di buona solidità finanziaria.<sup>4</sup>

Successivamente lo stimolo fondamentale all'applicazione del *project finance* è stato impresso da due provvedimenti governativi: il *Public*

---

<sup>2</sup> Per ulteriori approfondimenti si rimanda a Finnerthy J.D., *P.F. Asset-Based Financial Engineering*, John Wiley & Sons inc, New York 1996, pag. 7; Kesinger J.W., Martin J.D., *Project finance: raising money the old fashioned way*, in "Journal of Applied Corporate Finance", vol. 3, pp. 69 – 81, 1988.

<sup>3</sup> Coletta A., *Project financing nell'esperienza italiana*, in "Appalti, urbanistica, edilizia", 1999, n. 5, pag. 261 e segg..

<sup>4</sup> Imperatori G., *La finanza di progetto Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2003.

*Utility Regulatory Policy Act (PURPA)* nel 1978 negli Stati Uniti e la *private finance initiative* in Gran Bretagna.

Il provvedimento statunitense incoraggiava i privati a investire in forme alternative di generazione elettrica. Il PURPA, provvedimento governativo entrato in vigore nel 1978, è stato promulgato al fine di coinvolgere i privati nel settore di produzione elettrica. Esso prevedeva che le *utility* del settore elettrico acquistassero l'energia per poter operare da produttori indipendenti. Tali produttori, dotati di esperienza e di ingenti quantità di capitali, in virtù delle particolari forme di blindatura dei *cash flow* che caratterizzavano i progetti nei quali si impegnavano (attraverso contratti di acquisto a lungo termine con le imprese *utility*), si univano per costituire società di progetto che, finanziate con debito *non recourse*, avevano la proprietà sugli impianti di cogenerazione elettrica.<sup>5</sup> Pertanto, i produttori indipendenti rappresentavano gli *sponsor* della società di progetto, sottoscrivendo, in qualità di azionisti, l'*equity* della società di progetto. Attraverso i ricavi derivanti dai contratti di vendita stipulati con le imprese *utility*, la società era in grado di ripagare gli ingenti prestiti contratti a titolo di capitale di credito con le banche e a remunerare congruamente gli azionisti.

In Gran Bretagna, dal 1992, si è fatto ampio utilizzo del *project financing* con l'avvio delle *private finance initiative* intesa ad ottenere un coinvolgimento dei privati nella realizzazione delle opere pubbliche con l'utilizzazione dello strumento di concessione di costruzione e gestione, in un contesto di convenienza economica per i privati investitori e di ottimizzazione dei costi per il settore pubblico.<sup>6</sup> Tale strumento ha permesso di utilizzare le risorse e la capacità degli imprenditori privati per la realizzazione di investimenti che la

---

<sup>5</sup> Esty B., Sesia A. Jr, *An overview of Project finance –2004*, in "Harward Business Review", 19 Aprile 2005.

<sup>6</sup> Lo Cicero M., *Beni pubblici e public private partnership: dal Project financing al PPP, la lezione del Regno Unito*, in "Impresa, incertezza e investimenti dal corporate al project finance ", UTET, 2003.

Pubblica Amministrazione non sarebbe stata in grado di tradurre in realtà.<sup>7</sup>

In Italia, il *project finance* costituisce, ad oggi, una importante fonte di finanziamento per le infrastrutture pubbliche, soprattutto per il coinvolgimento di risorse private in tali opere.

Esso ha avuto un “indiretto” riconoscimento dal legislatore nazionale nel 1998 con l’approvazione della Legge 415 del 1998, la cosiddetta Merloni-ter. Da allora il *project finance* ha stimolato l’iniziativa privata nella realizzazione di opere pubbliche e ha permesso, anche in situazione di scarsità dei fondi pubblici, agli enti locali e centrali di realizzare opere pubbliche sul territorio nazionale, caratterizzate da alte intensità dei capitali e da ritorni economici nel medio-lungo termine.

Secondo gli ultimi dati disponibili, l’importo delle gare di concessione di costruzione e gestione hanno registrato, in Italia, nel corso del 2005, un valore superiore ai 5.000 milioni di Euro.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> A tal fine, il Governo inglese ha costituito una *task force* che ha avuto il compito di redigere un documento strumentale all’individuazione di una procedura operativa fortemente standardizzata nelle varie fasi in cui si articolava l’operazione di *project financing* in relazione ai numerosi soggetti che erano coinvolti nell’iniziativa, il c.d. *Standardisation of Project Financing Contract*. Tale documento ha facilitato e stimolato la realizzazione di operazioni in *project financing* attraverso la diffusione di contratti e di procedure standardizzate che hanno contribuito a rendere i soggetti coinvolti più fiduciosi nell’applicazione di tecniche e procedure nuove.

<sup>8</sup> Dati estratti da “Il rapporto annuale dell’Osservatorio Nazionale del *Project financing*. Il mercato del Partenariato Pubblico Privato in Italia nel 2005” elaborato da CRESME per Ambiente e Territorio, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.

## Capitolo Primo

### Il project financing: definizioni e differenze con il corporate finance

Il *project financing* “gode e soffre di una varietà di definizioni” per il fatto che molteplici sono i tratti caratterizzanti tale operazione e ciascuna definizione è in grado di evidenziarne uno specifico aspetto.<sup>9</sup>

La definizione di *project finance*, sebbene non univoca, ma generalmente condivisa, può ricondursi a quel fenomeno, concepito come una particolare tecnica finanziaria che permette il finanziamento di un progetto sulla base della capacità del progetto stesso di generare nel tempo adeguati flussi finanziari, atti a ripagare il finanziamento effettuato a titolo di capitale di credito e a remunerare adeguatamente il capitale investito dai finanziatori a titolo di capitale di rischio.

Tuttavia, si ritiene necessario e utile, per approfondire il concetto, riportare alcuni definizioni di *project finance*, distinguendo quelle elaborate dalla dottrina economico-aziendale, nazionale e internazionale, da quelle “strettamente” giuridiche aventi valore normativo.

#### **1. I profili economico-aziendali**

Le più rilevanti definizioni in ambito internazionale elaborate dagli studiosi della materia, in un’ottica economico-aziendale, sono riportate di seguito:

---

<sup>9</sup> Coletta A., *Project financing nell’esperienza italiana*, in “Appalti, urbanistica edilizia”, 1999, p. 262.

“...il finanziamento di un investimento “indipendente” che la società *sponsor* ha *segregato* dalle proprie attività e dalle proprie passività”.<sup>10</sup>

La World Bank definisce il *project financing* come “il finanziamento di un progetto non garantito (*non-recourse*), laddove i finanziatori sono ripagati esclusivamente dal *cash flow* generato dal progetto o, nel caso di fallimento del progetto, dal valore delle attività del progetto.”<sup>11</sup>

In effetti si prospettano, nella prassi, due forme di *project financing* a seconda o meno della presenza di garanzie o di supporto finanziario da parte degli *sponsor*: la prima è detta, appunto, *without recourse* e prevede una separazione assoluta del progetto, e conseguentemente dei suoi rischi, dagli *sponsor* (il cosiddetto *project financing* puro); la seconda è denominata *limited recourse* e implica la rivalsa dei finanziatori nei confronti dei promotori dell’iniziativa.

Ancora tra gli Autori ampiamente richiamati dai Paper e dai testi accademici, ricorre la definizione di Finnerty:

“...raccolta di fondi per finanziare un progetto separabile economicamente nel quale i fornitori di fondi “guardano” primariamente ai flussi finanziari del progetto come risorsa atta a ripagare i debiti e fornire un rendimento all’*equity* investito nel progetto.”<sup>12</sup>

In un famoso *Paper* John e John riportano quanto segue:

“...*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 assets of the project serve as the collateral for the loan. The*

---

<sup>10</sup> Wynant L., *Essential elements of project financing*, in “Harvard Business Review”, May-June 1980, p.166.

<sup>11</sup> World Bank, *World Development Report 1994*, New York, Oxford University Press, p. 94.

<sup>12</sup> Finnerty J. D., *op.cit.*, p. 2.

*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.”*<sup>13</sup>

La definizione classica e più ricorrente nella letteratura economica è quella di Nevitt, il quale intende il *project financing* come

“...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”.<sup>14</sup>

Nonostante nelle definizioni sopra riportate non venga utilizzata esplicitamente l’espressione *non recourse debt* (cioè debito in cui i finanziatori si affidano ai *cash flows* del progetto come unico mezzo per la restituzione del finanziamento a titolo di capitale di credito), tale caratteristica è riconosciuta, nella teoria, come il tratto essenziale del *project finance*.<sup>15</sup>

Al riguardo, un’altra definizione che, in ambito internazionale, gode di ampia condivisione è riportata da Benjamin Esty: “il *project finance* implica la creazione di una entità legalmente indipendente finanziata con *non recourse debt* e con capitale a titolo di capitale di rischio da uno o più *sponsor*, costituita al fine di realizzare una singola specifica attività, generalmente con una vita utile limitata”.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> John T.A., John K., *Optimality of Project financing: Theory and Empirical Implications in Finance and Accounting*, in “Review of Quantitative-Finance and Accounting”, 1, 1991, pag. 51-74.

<sup>14</sup> Nevitt P., *Project financing*, Serie Quaderni n. 15, Rivista Milanese di Economia, Editori Laterza, Milano 1983, pag. 13. Tra gli autori che condividono tale definizione si veda: Alberti A. M., *La struttura del project financing*, in “Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza”, 1997, pag. 1791; Salvato C., *Le operazioni di project financing: struttura, soggetti, ruoli, tratti operativi*, in *Il Project financing*, a cura di Vaccà C., Egea, Milano 2002.

<sup>15</sup> Con riferimento al significato dell’espressione “*non recourse debt*”, si rimanda a Esty B., *Project finance Glossary*, in “Harward Business Review”, 17 Ottobre 2002.

<sup>16</sup> Esty B., Sesia Jr B., *op. cit.*, in “Harward Business Review”, 19 Aprile 2005.

La definizione sopra riportata include, secondo l'Autore, le tre caratteristiche tipiche del *project finance*: investimento in una immobilizzazione (capital asset, immobilizzazione materiale che include sia i progetti industriali sia quelli infrastrutturali), l'aspetto "organizzativo", cioè la creazione di una entità che ha la proprietà sul progetto e, infine, il finanziamento *non recourse* (la natura del finanziamento è strettamente correlata al fatto che l'entità che "incorpora" il progetto è legalmente indipendente dallo *sponsor*, cioè la società che ha apportato fondi a titolo di capitale di rischio).

Ancora, i fattori indispensabili perché si possa parlare di *project financing*, così come evidenziati da Chemmanur, sono "il progetto, le attività, i contratti e i *cash flows* che sono segregati dalla società *sponsor* (o *promoting company*) al fine di ottenere il *credit appraisal* e il finanziamento del progetto, indipendentemente dalla società-promotore. Di solito, lo *sponsor* fornisce il *management* necessario per il progetto, ma il progetto è legalmente distinto dallo *sponsor*, il cui bilancio non espone il debito connesso al progetto".<sup>17</sup>

In sintesi, sulla base delle definizioni fornite in ambito internazionale, il *project financing* può essere definito come quella particolare tecnica finanziaria per mezzo della quale il rischio connesso ad un finanziamento, viene spostato dal titolare del progetto, sia esso pubblico o privato, al progetto stesso.

La caratteristica principale risiede nel fatto che il finanziatore del progetto non richiede (in teoria), o lo richiede solo in minima parte, a protezione dell'investimento, garanzie di natura personale o reale, secondo i tradizionali schemi di finanziamento, ma affida la garanzia del proprio credito alla redditività futura del progetto.

Nella dottrina italiana, la definizione di *project financing* può essere ricondotta a due macro-categorie: una categoria economico-aziendale e una categoria giuridica. La prima fa riferimento alla logica

---

<sup>17</sup> Chemmanur T.J, Kose J., *Optimal incorporation, structure of debt contracts, and limited-recourse project financing*, in "Journal of financial intermediation", 5, p. 372-408, 1996.

economico-finanziaria che sottende l'operazione, la seconda "estrapola" i tratti essenziali del *project financing*, per quanto possibile, dal dettato normativo.

La definizione ampiamente condivisa dalla dottrina economico-aziendale è quella che identifica come caratteristica fondamentale del *project financing* la capacità, o meglio, l'attitudine dell'attività economica finanziata (per esempio, la realizzazione e la gestione di un'opera infrastrutturale) ad autofinanziarsi, cioè a produrre flussi di cassa di segno positivo in grado di compensare i flussi di prestito specificatamente ottenuti per finanziare l'attività, garantendo al contempo un'adeguata remunerazione del capitale investito ai finanziatori.<sup>18</sup>

In breve il *project financing* comporta dei finanziamenti finalizzati a opere o attività specifiche, dalle quali si attendono ritorni economici e finanziari in grado di ripagare e remunerare in misura adeguata tali finanziamenti specifici. Detta caratteristica spiega l'orientamento della dottrina economico-aziendale, anche a livello internazionale, a studiare l'istituto come forma di finanziamento alternativa al tradizionale finanziamento di impresa.<sup>19</sup>

In operazioni di *corporate finance*, il peso e il significato delle garanzie reali e personali assumono una importanza più pregnante di quanto non accada nel *project financing*. Pertanto, seppur questo possa sembrare un tratto di natura "quantitativa" del fenomeno, per poter definire un'operazione di finanziamento come un vero e proprio *project financing*, è necessario che tali garanzie non siano di entità tale da snaturare l'operazione rendendola riconducibile a una di finanziamento tradizionale.

---

<sup>18</sup> Salvato C., *op. cit.*, pag. 4. Tra le altre definizioni riconducibili a quella riportata si veda Pontolillo V., *Aspetti economico-istituzionali del project financing. Problematiche ed esperienze in Italia*, in *Lezioni di finanza*, Milano, 2000, 73; Gatti S., *Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo*, Bancaria Editrice, Roma, 2006;

<sup>19</sup> Si veda Imperatori G., *op. cit.*; Draetta U., Vaccà C. (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, 1997; De Sury P., Miscali M., *Il Project finance*, Milano, 1995.

In questo contesto, è tuttavia opportuno osservare che, nella pratica, si assiste molto raramente a progetti finanziati esclusivamente sulla base dei flussi di cassa e di utili generati dalla gestione dell'opera, cioè senza le garanzie apportate dagli *sponsor* o dai terzi. Per tale motivo la molteplicità dei rischi che sottendono la realizzazione dell'operazione vengono ripartiti tra una molteplicità di soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nel progetto (banche, *sponsor*, clienti, amministrazioni aggiudicatrici, ecc.). Sulla base di tale considerazione il *project financing*, in una accezione più ampia, è inteso come un complesso di contratti, di natura differente (finanziamenti, garanzie, strutture di segregazione patrimoniale-finanziarie, contratti di acquisto di materie prime, contratti di vendita di prodotti finiti, etc.), strutturati in modo che il rischio "incorporato" nel progetto sia ripartito tra una molteplicità di soggetti.<sup>20</sup>

Intimamente correlata a tale definizione è quella che definisce il *project financing* come "una tecnica finanziaria costituita da un pacchetto di prodotti e servizi bancari e finanziari avente lo scopo di realizzare una nuova attività produttiva, in forma di impresa autonoma, attraverso opportune allocazioni dei rischi e dei corrispondenti rendimenti tra i soggetti a vario titolo coinvolti nell'operazione."<sup>21</sup>

Nella stessa direzione si colloca l'orientamento di De Sury: "l'essenza di un'operazione di *project financing* risiede nella costruzione di una coalizione di interessi tra soggetti diversi, che partecipano all'investimento se viene loro prospettata una combinazione rischio-rendimento accettabile."<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Sul punto si veda, tra gli altri, Caroli M. G., *Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, a cura di Fontana F., Sandri S., Caroli M. G., Luiss Edizioni, Roma, 2001, pag. 17 e ss.; Uckmar V., *Aspetti giuridici e fiscali del project financing*, in "Diritto e pratica tributaria", 2002, n. 5, pag. 749-758.

<sup>21</sup> Salvato, *op. cit.*, pag. 4.

<sup>22</sup> De Sury P., *Project financing e finanziamento delle opere pubbliche*, in *Il project financing: principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, De Saury P., Miscali M., Egea, Milano, 1995, pag. 10.

E' interessante notare come, è in una sentenza del TAR che sia possibile ritrovare la definizione di *project financing* in una concezione che riporta in sintesi i caratteri peculiari tratti dalla dottrina economico-aziendale: il finanziamento di uno specifico progetto e la ripartizione dei rischi tra i molteplici soggetti partecipanti.<sup>23</sup>

In sintesi la locuzione *project financing*, correntemente traducibile come finanza di progetto, viene utilizzata per designare una variegata ed ampia gamma di strutture o tecniche finanziarie rivolte al finanziamento di specifici progetti di investimento, che costituiscono i prospetti sui quali si fonda la valutazione dell'iniziativa. Le banche sono "soddisfatte" di garantirsi della redditività e dei *cash flow* ritraibili dal progetto, poiché si realizza, *generalmente*, una separazione giuridica ed economica (*ring fence*) tra il progetto e la generalità delle attività del promotore. Ciò consente di limitare il capitale di rischio investito dal promotore al capitale versato nella società di progetto e, nello stesso tempo, le banche sono in grado di disporre del beneficio di assicurarsi la restituzione del finanziamento in funzione del rendimento e del flusso di cassa del progetto, oltre che della consistenza patrimoniale dell'entità che "incorpora" il progetto, senza il dovere di sopportare il rischio economico-negativo dell'attività del promotore e la concorrenza dei suoi creditori.

## **2. I profili giuridici**

Se è possibile individuare il carattere peculiare di un'operazione di *project financing* sotto il profilo economico-finanziario, altrettanto non può dirsi per l'esatta qualificazione del fenomeno sotto il profilo giuridico.

A livello comunitario non esiste una specifica definizione di *project financing*, cui sia dedicata un'autonoma disciplina. Le definizioni, che

---

<sup>23</sup> TAR Puglia, Bari, Sez. I, Sentenza n. 3877 del 9 settembre 2004.

sono previste nella normativa comunitaria sugli appalti pubblici, riguardano l'appalto pubblico e la concessione di lavori pubblici (l'elemento distintivo tra queste due fattispecie è l'allocazione sostanziale del rischio economico legato alla gestione dell'opera: il *project financing*, seppur non riconosciuto esplicitamente dalla normativa comunitaria può essere realizzato attraverso la concessione di lavori pubblici, così come avviene nella normativa nazionale in tema di appalti pubblici).<sup>24</sup>

Più complesso, per la dottrina giuridica nazionale, è leggere e inquadrare il fenomeno del *project financing* nell'ambito dell'ordinamento italiano.

In primo luogo è necessario affrontare il tema della qualificazione giuridica, ossia quell'operazione volta ad individuare la categoria astratta prevista da una norma nella quale occorre far rientrare la fattispecie del *project financing*.

Se la fattispecie in esame è atipica e cioè ad essa non è riservata una apposita disciplina giuridica, la qualificazione sarà volta a ricondurre le varie caratteristiche presenti nell'ambito di un concetto più generale, nella cui estensione esso è compreso, in modo da "tipizzare" le caratteristiche del *project financing* e quindi identificare la disciplina applicabile.

Sotto l'aspetto giuridico, il *project financing* è una tecnica non riassumibile in un istituto o in una categoria contrattuale tipica.<sup>25</sup>

In effetti la locuzione *project financing* non ha di per se stessa alcun valore identificativo sul piano giuridico, cioè non può essere ritenuta una nozione con connotazioni giuridiche in senso stretto e modelli unitari di riferimento.

Analizzando il fenomeno che la realtà economica individua con la locuzione *project financing*, esso non pare potersi descrivere da un

---

<sup>24</sup> Per ulteriori approfondimenti si rimanda a Spinelli D., *Project financing e dialogo competitivo*, in Atti del Seminario "Le nuove direttive europee degli appalti pubblici ed i partenariati pubblico-privati", Bruxelles 16-17 febbraio 2006.

<sup>25</sup> Vacca C., *Il project financing*, Egea, Milano 2002, pag. 5.

punto di vista giuridico né come fattispecie contrattuale o associativa (tipica o atipica), né come operazione o strumento finanziario.<sup>26</sup>

Il *project financing* è una tecnica di finanziamento non identificabile in una categoria contrattuale: gli elementi tipici del finanziamento vengono infatti scelti ed assemblati, attraverso un'attività di vero e proprio “*packaging* contrattuale”, strutturata di volta in volta intorno ad un insieme mutevole e complesso di rischi e di interessi, che può assumere le più svariate connotazioni giuridiche.

Da un punto di vista giuridico si è tentato di descrivere gli elementi realmente qualificanti tale fenomeno come fattispecie dotata di una specificità meritevole di tutela da parte dell'ordinamento.

Come evidenziato sopra, l'elemento “qualificante” che si trova nella letteratura economico-aziendale, è che si tratta di una operazione di finanziamento rivolta ad un progetto e non ad una persona, fisica o giuridica.

Tuttavia in un'ottica di diritto, tale definizione non sembra di alcuna utilità: infatti, giuridicamente non è accettabile come qualificante la circostanza che si tratta di finanziamento di un progetto, in quanto, in tutti i casi, si tratterà pur sempre di finanziare un soggetto, persona fisica o giuridica che sia. Pertanto, come più volte accennato, rilevante diventa l' “approccio psicologico imputabile ai finanziatori” che, nel *project finance*, si sentono “garantiti” più che dalla solidità finanziaria del soggetto finanziato, dalla “bontà” del progetto stesso.<sup>27</sup> Tuttavia, è evidente, come non può avere rilevanza giuridica per identificare e differenziare l'operazione di *project financing* da qualsiasi altra operazione di finanziamento “l'approccio psicologico dei finanziatori”.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> Carrière P., *Project financing: profili di compatibilità con l'ordinamento italiano*, Cedam, Padova 1999, pag. 29.

<sup>27</sup> Tale considerazione induce a riflettere circa l'opportunità di ritenere la finanza di progetto una tecnica di finanza innovativa, come viene solitamente definita, o se, invece, sia preferibile considerarla come un diverso approccio al finanziamento degli investimenti. Al riguardo si rimanda a Paris S., *Note introduttive*, Il project financing nelle opere di media dimensione, a cura di Comana M., Franco Angeli, Milano, 2003.

<sup>28</sup> Carrière osserva come l'affermazione che il *project financing* si concretizza nel finanziamento di uno specifico progetto e non di una persona fisica o giuridica né di

La struttura giuridica di tale tecnica finanziaria non presuppone innovazioni legislative, ma la valorizzazione ed utilizzazione di istituti già previsti normativamente.

La dottrina giuridica italiana ha, in tale ottica, definito il *project financing* come “una sommatoria di singoli contratti (contratti di fornitura, di appalto, di finanziamento, di garanzia, di società di concessione, di costruzione e gestione di opera pubblica, di gestione e di management) che ne costituiscono la struttura”.<sup>29</sup>

Pertanto il *project financing* è inteso come la sommatoria di una serie di contratti tipici che ne rappresentano la sostanza: il risultato perseguito, pertanto, scaturisce dagli effetti di una sommatoria di contratti tipici tra loro collegati.<sup>30</sup> In questa prospettiva, pertanto, il *project financing* non è definibile come un istituto giuridico *ad hoc* ma viene inteso come una sommatoria di singoli contratti che, collegati intorno all’operazione di finanziamento, ne costituiscono la struttura.

A questo punto non ci si può esimere dall’affrontare un altro aspetto che sembra, ad una prima lettura, utile al fine di definire il *project financing*. Si ritiene, generalmente, che, in Italia, la disciplina positiva sul *project finance* sia stata introdotta con la Legge 415/1998, c.d. Legge Merloni-ter, che, come noto, ha aggiunto gli articoli dal 37-bis al 37-nonies nella Legge Quadro sui Lavori Pubblici (L. 11 febbraio 109/1994).

La Merloni-ter, che ha previsto una disciplina generale, che non si riferisce espressamente alla “finanza di progetto” ma, per utilizzare l’espressione impiegata dal legislatore, “per la realizzazione di opere pubbliche senza oneri finanziari per la pubblica amministrazione”, disciplina una concessione per la costruzione e gestione di un’opera a favore del soggetto realizzatore su terreno di proprietà pubblica, dato

---

un’impresa “pare del tutto priva di ogni pregnanza giuridica” (Carrière P., *Project financing: profili di compatibilità con l’ordinamento italiano*, Cedam, 1999, pag. 29).

<sup>29</sup> Rabitti G. L., *Project finance e collegamento contrattuale*, in “Contratto e impresa”, 1996, II, pag. 224.

<sup>30</sup> In questo senso, Miscali M., *Aspetti fiscali del project financing*, Liuc Papers, n. 6, febbraio 1994, pag. 2.

in concessione d'uso. In cambio del terreno e degli utili di gestione, il soggetto privato si accolla le spese di realizzazione.<sup>31</sup>

In sintesi, attraverso l'iniziativa di un promotore privato, si individuano quelle opere che possono essere eseguite con finanziamento privato e il cui costo, non sostenuto dalla pubblica amministrazione, viene recuperato dal privato attraverso i flussi di cassa connessi all'utilizzazione dell'opera.<sup>32</sup>

In Italia, per effetto dell'applicazione della *Merloni-ter* e delle successive modificazioni, l'ambito di sviluppo del *project financing* è stato quello pubblicistico, nonostante, nei primi decenni nel XX secolo, l'esperienza nordamericana del *project financing* iniziava a diffondersi in un ambito strettamente privatistico: private erano le società costituite per costruire e gestire gli impianti di estrazione petrolifera e private erano le società interessate all'acquisto dei relativi prodotti.

Posto che, come già evidenziato, a livello giuridico nazionale, non esiste, ad oggi, una normativa che descriva i tratti essenziali di una operazione di *project finance* in quanto caratterizzato da una collocazione trasversale, per il suo porsi "tra il diritto societario, la disciplina degli appalti, il variegato mondo dei contratti e quello delle garanzie, o meglio dei suoi succedanei finanziari", il *project financing*, fa, e questo è un fatto imprescindibile, ampio uso di molteplici forme contrattuali riconosciute nell'ordinamento giuridico, rispetto alle quali nessun problema qualificatorio si pone.<sup>33</sup>

Pertanto, se la dottrina economico-aziendale ritiene che, in un'operazione di *project financing*, il tratto peculiare sia la finanziabilità del progetto determinata non tanto dalle consistenze patrimoniali e dalle garanzie reali, quanto dalla redditività e finanziabilità dell'iniziativa, la dottrina giuridica, identifica l'elemento

---

<sup>31</sup> La norma del 1998 prevedeva anche che, nel caso in cui la gestione dell'opera fosse particolarmente onerosa, l'Amministrazione committente avrebbe potuto contribuire alla sua realizzazione: detto contributo veniva concesso a fronte di un controllo da parte dell'Ente Pubblico sulle tariffe praticate all'utenza.

<sup>32</sup> Si rimanda al capitolo due per gli approfondimenti sulla normativa nazionale in tema di *project financing*.

<sup>33</sup> Carrière P., *op. cit.*, Prefazione, XIII-XV.

peculiare nel risultato cui il *project financing* perviene “cristallizzando” e “incanalando” un progetto imprenditoriale in un singolo autonomo centro di imputazione, di solito, di poche e estremamente regolate relazioni giuridiche.

Il *ring fence* risponde, in effetti, a tale tratto peculiare, che risulta strumentale, non solo ai fini della limitazione di responsabilità, ma, efficacemente, alla realizzazione dell’obiettivo di concentrare in un unico centro autonomo, ogni rapporto giuridico che possa interessare il progetto.

### **3 Gli elementi distintivi del project financing**

A questo punto, è utile e necessario, ai fini dell’analisi, individuare le caratteristiche essenziali che, sulla base della definizioni fornite, devono ricorrere in un’operazione affinché la stessa sia qualificabile come operazione di *project financing*.

Posto quanto sopra, in merito alle conclusioni raggiunte dalla dottrina economico-contabile, nonché da quella giuridica, i tratti distintivi caratterizzanti una operazione di *project financing* sono:

- progetto *self-liquidating*, cioè un progetto in grado di autofinanziarsi (l’autofinanziamento implica che il flusso di cassa prodotto dal progetto sia in grado di ripagare il capitale di credito, gli oneri finanziari e la congrua remunerazione del capitale di rischio);
- realizzazione del *ring fence* del progetto, strumentale alla separazione tra le sorti del progetto e quelle dei singoli promotori. Il *ring fence* (o separazione economico-patrimoniale) è lo strumento attraverso il quale il progetto viene cristallizzato e incanalato in un singolo autonomo centro di imputazione;
- ricorso limitato, o talvolta nessun ricorso, dei finanziatori nei confronti degli *sponsor* o delle attività del progetto;

- ampio ricorso al capitale di prestito se confrontato con il capitale di rischio del progetto (il quoziente di indebitamento risulta molto elevato).

Una ulteriore caratteristica, seppur non essenziale, è la partecipazione all'operazione di una molteplicità di soggetti, che, a vario titolo, sono interessati al successo dell'opera, per il fatto che si assumono "una porzione" del rischio dell'iniziativa.<sup>34</sup>

Gli aspetti ora evidenziati permettono, pertanto, di distinguere le operazioni qualificabili come *project finance* da quelle che, invece, rientrano nelle tradizionali forme di finanziamento *corporate*.

#### **4. Le differenze tra project e corporate finance**

Il *project financing* rappresenta più che una nuova tecnica finanziaria una nuova "filosofia degli investimenti, che rovescia completamente i tradizionali schemi di finanziamento".<sup>35</sup>

La finanza di progetto, in sintesi, si contrappone alla finanza cosiddetta tradizionale, in quanto il prestito di scopo a uno specifico progetto è in contrasto con i principi generali dell'economia d'azienda che postulano l'impossibilità di stabilire correlazioni tra poste dell'attivo e poste del passivo.<sup>36</sup>

Con il *project financing* si realizza quel legame diretto tra passività e attività di uno specifico investimento che non si ritrova in modo analogo nel *corporate finance*, dove, invece, la relazione è tra attività e passività complessive dell'impresa.

---

<sup>34</sup> I soggetti coinvolti in una operazione di project financing sono: gli *sponsor*, la *special purpose vehicle*, i finanziatori, i fornitori, i garanti, i consulenti tecnici, i realizzatori, i gestori, gli utenti e, nel caso di *project financing* "pubblico", l'amministrazione aggiudicatrice. Può accadere che un medesimo soggetto "ricopra" più ruoli nell'ambito della stessa operazione.

<sup>35</sup> Imperatori G., *op.cit.*.

<sup>36</sup> De Sury P., *op. cit.*, p. 8.

L'individuazione delle peculiarità delle operazioni della finanza di progetto evidenzia le differenze che sussistono tra l'approccio *corporate finance* e l'approccio *project finance*.

In particolare, tracciare un confronto tra i due sistemi di finanziamento è indispensabile al fine di valutare l'opportunità e la convenienza di un approccio piuttosto che di un altro.<sup>37</sup> Ciò detto, è pur vero che la linea che separa ciò che è *project* da ciò che è *corporate* non è mai univocamente definita. E' la valutazione complessiva di tutte le caratteristiche di una specifica operazione che dovrebbe di fatto aiutare lo studioso nella corretta classificazione della stessa; non si tratta comunque di un esercizio "teorico" inutile dell'interpretazione del mondo della finanza reale: classificare correttamente le operazioni consente di acquisire un complesso di strumenti che, applicati con una certa flessibilità, conducono a valutare l'opportunità e la convenienza della migliore strutturazione di un'operazione imprenditoriale.

Pertanto, il raffronto che di seguito viene condotto, risulterà utile nella fase di valutazione e individuazione della migliore struttura organizzativa, giuridica, finanziaria ed economica dell'operazione esaminata.

Il raffronto può essere impostato sulla base degli elementi che abbiamo classificato come caratterizzanti una operazione di *project financing*. Essi sono:

- variabile alla base della decisione del finanziamento (*cash flow* del progetto);
- realizzazione del *ring fence* ;
- ricorso limitato dei finanziatori alle garanzie "tradizionali" del finanziamento;
- grado di leva utilizzabile (molto elevato rispetto le tradizionali operazioni di *corporate finance*).

Si procede, di seguito, ad esaminare tali elementi singolarmente e a studiare come ciascun elemento si attegga differentemente nei due

---

<sup>37</sup> Per approfondimenti si veda Gatti S., *Manuale di project financing*, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

approcci. Si osserva che gli elementi individuati sono tutti intimamente correlati.

In una ipotetica costruzione “logica”, il presupposto fondamentale del *project financing*, che costituisce l’elemento più significativo dell’operazione, è un progetto in grado di autofinanziarsi (un progetto cosiddetto *self liquidating*). Da tale presupposto discendono due effetti:

- l’elemento organizzativo dell’operazione (che ha effetti giuridici ed economici) di segregare il progetto dai soggetti *sponsor*;
- l’elemento finanziario: un progetto in grado di autofinanziarsi che viene segregato in una entità autonoma permette di raggiungere un effetto leva significativamente superiore a quello relativo ad altri tipi di operazioni e di far ricorso limitato alle forme tradizionali di garanzia.

#### *Variabili prese in considerazione nella decisione di finanziamento*

Nell’approccio *corporate*, il credito concesso dai finanziatori all’impresa considera “la capacità dell’organizzazione di perseguire il complesso degli obiettivi, sulla base di un’adeguata dotazione patrimoniale o di garanzie collaterali fornite da terzi”.<sup>38</sup>

L’analisi del *credit appraisal*, in un approccio *corporate*, verte sulla capacità di reddito che viene assicurata dall’impresa nel suo complesso e sulla consistenza patrimoniale della stessa.

La finanza tradizionale è rivolta al finanziamento generale di una determinata impresa: la valutazione della solidità dell’impresa che richiede il finanziamento è basata, specialmente in Italia, su garanzie

---

<sup>38</sup> Lo Cicero M., *Project vs corporate financing*, in “Rassegna economica”, volume 60, n. 4 ottobre-dicembre.

di tipo personale o reale, o, più in generale, sulla capacità di indebitamento dell'impresa.<sup>39</sup>

Nell'approccio di tipo *project*, l'ottica cambia completamente: le banche che concedono il finanziamento "guarderanno", prevalentemente, ai *cash flow* generabili dal progetto stesso: "l'indagine preliminare dei finanziatori sarà allora rivolta alla fattibilità e alla prospettive economiche del progetto: la redditività del progetto rappresenta, infatti, la principale fonte di profitto che consentirà il rimborso del prestito".<sup>40</sup> In sintesi "è il progetto che dà in garanzia la propria fattibilità".<sup>41</sup>

L'approccio *corporate*, di contro, si concentra sulla capacità dell'impresa come organizzatore, di restituire il credito in funzione dei *cash flows* che essa saprà ottenere dal complesso dei progetti considerati.

Nell'approccio *project finance*, l'iniziativa imprenditoriale da finanziare è valutata in funzione dell'analisi della redditività e dei flussi di cassa che essa è in grado di generare, che rappresentano la garanzia sia per il rimborso del finanziamento sia per la remunerazione del capitale di rischio.<sup>42</sup> Questa caratteristica rende il *project* particolarmente appetibile per i promotori dell'iniziativa poiché al finanziamento dell'operazione economica non corrisponde alcun indebitamento dei promotori.<sup>43</sup> In questo senso, a differenza di

---

<sup>39</sup> Sul tema si rimanda a Miscali M., *I tratti giuridici delle operazioni di project financing*, in *Project financing*, a cura di Vaccà, Milano, 2002, pag. 110 e segg..

<sup>40</sup> Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, UTET, Torino, 2005.

<sup>41</sup> Imperatori G., *La finanza di progetto. Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2003

<sup>42</sup> Draetta U., *Il project financing nella prassi del commercio internazionale*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1994, p. 497; Lopilato P., *Il trust e la finanza di progetto*, in "Giurisprudenza commerciale", 2003, p. 88; Imperatori G., *op. cit.*

<sup>43</sup> "Peraltro la descrizione del *project financing* come una forma di finanziamento in favore dell'entità economica del promotore senza alcun coinvolgimento a livello patrimoniale di quest'ultimo è del tutto scolastica, o se si preferisce, utopistica" (Scano D., *Project financing*, Giuffrè, Milano, 2006, pag. 8). Come rileva Nevitt "the key to succesful project financing is structuring the financing of a project with as little recourse as possibile to the sponsor..." (P.K. Nevitt, *Project financing*, London, 1980, p. 13).

quanto accade nelle tradizionali forme di finanziamento, il soggetto finanziatore sopporta non solo il rischio della solvibilità del mutuatario, ma, in buona sostanza, anche quello della buona riuscita dell'impresa.

La peculiarità essenziale è, come rinvenibile nel nome stesso, in sintesi, di essere un finanziamento al progetto e non a un'impresa nel suo complesso.

### *Realizzazione del ring fence*

Il *ring fence* è un elemento imprescindibile all'idea stessa di *project finance*.<sup>44</sup>

Immaginiamo un'impresa che decida, nell'ambito delle proprie attività, di intraprendere un progetto in grado di generare flussi di cassa tali da ripagare l'investimento sostenuto, senza effettuare la segregazione di questo progetto dalle altre attività di impresa. In questo caso, non ci troviamo di fronte a un'operazione di *project financing* in quanto manca l'elemento dell'autonomia del progetto dal resto delle attività. L'elemento mancante perché tale operazione sia classificabile come *project financing* è appunto la segregazione, intesa come autonomia del progetto dalle "vicende" degli *sponsor*, di coloro, cioè, che hanno promosso e hanno verificato la fattibilità economica, tecnica e finanziaria del progetto.

In sostanza, il *project financing* si distingue dalle forme tradizionali di finanziamento diretto, o da ciò che può essere denominato come finanziamento del debito societario per il fatto che nel *project financing*, il progetto è una entità economica distinta dal patrimonio del promotore. I progetti sono legalmente indipendenti:

---

<sup>44</sup> Imperatori G., *op. cit.*, p. 27; Lopilato L., *op. cit.*, p. 88; Miscali M., *Il project financing. contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, in Il Trattato, diretto da Galgano F., 1995, p. 729; Carrière P., *Project financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento italiano*, Padova, 1999, p. 5 e ss.; Presilla S., *I problemi di adattabilità del diritto al project financing e la legge ad esso applicabile*, in "Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza", 2004, p. 538.

conseguentemente i creditori possono ricorrere solo ai flussi finanziari e alle attività del progetto.

La costituzione di un veicolo societario che incorpora il progetto è il risultato naturale verso il quale tende la strutturazione di un finanziamento nella logica *project*. L'attuazione del *ring fence* permette di evitare che le negative vicende connesse alla realizzazione e alla gestione di un progetto si ripercuotano sulle attività dei promotori e viceversa.<sup>45</sup>

Così come osservato da Esty, la definizione di *project financing* implica, necessariamente e imprescindibilmente, un aspetto organizzativo che si estrinseca, appunto, in una entità autonoma che ha la proprietà sulle attività funzionali alla realizzazione del progetto.<sup>46</sup> Tale entità autonoma è strumentale a una serie di obiettivi che costituiscono poi gli aspetti essenziali del *project financing* e che saranno approfonditi di seguito.

Gli effetti del *ring fence* sono:

- di tipo rappresentativo-contabile: generalmente si afferma che le operazioni di *project finance* siano *off-balance* per i promotori dell'iniziativa. Le attività e le passività afferenti il progetto sono, infatti, esposte nel bilancio della società veicolo.<sup>47</sup>
- indipendenza tra le sorti del progetto e le vicende degli *sponsor*;
- limitate garanzie reali del progetto (le garanzie sono, prevalentemente, di natura contrattuale);<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> Imperatori riconosce al *ring fence* la costruzione di un progetto mediante il suo isolamento giuridico (Imperatori G., *op. cit.*).

<sup>46</sup> Esty B. e Sesia A. JR., *An overview of Project finance – 2004*, Harward Business School, 29 April 2005.

<sup>47</sup> Su tale aspetto, per approfondimenti, si rimanda al capitolo 3.

<sup>48</sup> Imperatori osserva che le garanzie reali sono "limitate" in quanto la capacità dell'iniziativa di generare profitti costituisce la garanzia per i finanziatori ai fini della valutazione della capacità di servizio del debito del progetto. Le garanzie principali per i

- elevato grado di indebitamento dell'unità economica che incorpora il progetto.

Questi aspetti costituiranno la guida ai fini di una valutazione per la comparazione dei diversi strumenti giuridici atti ad essere utilizzati per realizzare operazioni in project financing.

### *Il ricorso alle garanzie "tradizionali" del finanziamento e il security package*

Nelle operazioni di *corporate finance*, le attività dell'impresa che richiede finanziamenti costituiscono la principale garanzia a sostegno del finanziamento.

Nella finanza di progetto ottenere garanzie sugli *assets*, ovvero sul patrimonio dell'entità che incorpora il progetto, non è attuabile, in via generale, per i due motivi di seguito esposti:

- l'unità che incorpora il progetto dispone esclusivamente delle attività strettamente funzionali alla realizzazione del progetto stesso. Tali attività sono acquistate in virtù dei finanziamenti concessi e spesso non presentano elevati valori di realizzo se ceduti, considerate la peculiarità e la specificità delle stesse;
- la potenziale iscrizione di ipoteche e pegni su tali attività non è in grado di coprire, neppure parzialmente, le passività del progetto in quanto le garanzie del progetto sono costituite, prevalentemente, dalle voci di *cash flow* o degli utili ritraibili dal progetto stesso.<sup>49</sup>

---

finanziatori sono generalmente contenute nel sistema dei contratti sottostanti il progetto. Tali garanzie si suddividono in:

- impegni contrattuali volti a responsabilizzare tutti i soggetti partecipanti al progetto;
- garanzie tradizionali sui beni e le attività della società di progetto;
- eventuali obblighi di rivalsa sugli *sponsor*. (Imperatori G., *op. cit.*, pag. 53).

<sup>49</sup> Nella pratica, tuttavia, non si assiste, al contrario di quanto affermato spesse volte nella lettura specialistica, ad un ruolo marginale delle garanzie reali nelle operazioni di *project*

Una delle caratteristiche principali dell'operazione risiede, pertanto, nel fatto che il finanziatore del progetto (che può essere una società privata, una banca, una associazione fra imprese) non richiede, o richiede solo in minima parte, a protezione dell'investimento, garanzie di natura personale o reale, ma affida la garanzia del proprio credito alla redditività futura del progetto.

Nel *project financing* l'investimento è finanziato, anche se piuttosto raramente, da *non-recourse debt* (o anche detto, *non recourse financing*); tale espressione sta ad indicare che la garanzia del finanziamento consiste esclusivamente nel *cash flow* generato dal progetto e non anche, seppur in via collaterale, dal patrimonio dell'unità che incorpora il progetto, senza possibilità per le banche di rivalersi sui promotori.

In alternativa, si può anche prevedere una rivalsa limitata sui promotori dell'iniziativa (*limited recourse*). In questo caso a garanzia dei finanziamenti, oltre ai flussi di cassa del progetto e alle ordinarie garanzie contrattuali, sono presenti le garanzie che i promotori rilasciano a favore della società di progetto.<sup>50</sup>

Tuttavia, generalmente, la struttura finanziaria dell'operazione si sostiene in misura prevalente sull'idoneità del progetto a garantire un flusso di cassa in misura e per il tempo sufficiente a ripagare il servizio del debito. A tal fine la valutazione circa la bancabilità del progetto viene condotta attraverso lo strumento dell'analisi finanziaria che, grazie all'utilizzo di specifici indicatori, consente di determinare il limite entro il quale l'iniziativa sia finanziariamente fattibile.

Gli indici che, generalmente, vengono utilizzati ai fini della valutazione della bancabilità dell'iniziativa, denominati *cover ratios*, sono il *Debt Service Cover Ratio (DSCR)*, indice istantaneo, calcolato,

---

*finance*. Per approfondimenti sulla tipica funzione svolta dalle garanzie reali nelle operazioni di *project finance*, si veda Carrière P., *op. cit.*, pag. 205 e segg..

<sup>50</sup> Per approfondimenti si rimanda al capitolo 3.

per ciascun anno di vita del prestito, e il *Loan Life Cover Ratio (LLCR)*, indice “dinamico”.<sup>51</sup>

Il *project financing*, infatti, per le caratteristiche che gli sono proprie, è un'operazione difficilmente finanziabile qualora non ne siano stati preventivamente analizzati e valutati correttamente i rischi specifici, con l'individuazione delle relative coperture. E questo perché solitamente si tratta di progetti ad elevata intensità di capitale nelle quali i finanziatori sono costretti a lunghi tempi di esposizione al rischio, e, di iniziative in cui la garanzia del rimborso del finanziamento è principalmente basata sulle previsioni di reddito dell'iniziativa e non sulla situazione patrimoniale del soggetto finanziato.

Per tutte queste ragioni, le variabili dalle quali dipendono le previsioni dei redditi sono i costi e i ricavi preventivi (nonché la loro manifestazione finanziaria), che, in una operazione che presenta un esito positivo, dovrebbero, in linea generale, coincidere con i costi e i ricavi effettivi.

Pertanto, affinché ciò si verifichi, è necessario che vi siano delle garanzie in grado di “blindare” le componenti positive e negative di reddito, nonché la loro manifestazione finanziaria, negli esercizi futuri.

---

<sup>51</sup> Il DSCR è pari al rapporto, calcolato per ogni periodo dell'orizzonte temporale previsto per la durata dei finanziamenti, fra il flusso di cassa operativo generato dal progetto in ciascun anno e il servizio del debito comprensivo di quota capitale e quota interessi da rimborsare nello stesso periodo. Il significato di tale indicatore risulta di facile e diretta interpretazione: un valore uguale o superiore all'unità rappresenta la capacità dell'investimento di liberare risorse sufficienti a coprire le rate del debito spettanti ai finanziatori. Il LLCR è definito come il quoziente tra la somma attualizzata dei flussi di cassa disponibili per il *Debt Service*, compresi fra l'istante di valutazione e l'ultimo anno previsto per il rimborso dei finanziamenti, e il debito residuo considerato allo stesso istante di valutazione. Per approfondimenti sul significato degli indicatori utilizzati ai fini della valutazione della bancabilità dell'iniziativa si veda Unità Tecnica della Finanza di Progetto, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, maggio 2002.

Le garanzie strumentali a tale obiettivo sono di tipo contrattuale (e non di tipo reale, come invece avviene nello schema di finanziamento tradizionale).<sup>52</sup> I vari rischi, invero, possono incidere in modo sostanziale sui *cash flow* attesi e, di riflesso, sulla stessa natura *self liquidating* dell'operazione.<sup>53</sup>

Sono, appunto, le obbligazioni contrattuali (contratti di fornitura a prezzi fissi, contratti di vendita *take and pay*, *take or pay*) che, considerate in un processo armonico e coordinato, costituiscono le basi per sviluppare (e rendere attendibili) i modelli finanziari del progetto sulla base dei quali i finanziatori valutano la bancabilità dello stesso.

Le garanzie, pertanto, sono sostanzialmente costituite dagli accordi contrattuali tra le parti coinvolte nel progetto, volti a una ragionata e completa ripartizione dei rischi fra i vari operatori.

Per tutte queste ragioni, affinché il progetto sia considerato *self-liquidating* dalle banche, è essenziale un complesso e lungo iter che ha inizio con l'analisi del rischio e si conclude con la costituzione del cosiddetto *security package*.

Per *security package* si intende, generalmente, il complesso delle garanzie che, costruito in coerenza con la natura e la funzione del progetto, di norma, assistono l'operazione di finanziamento.

Tali garanzie, intendendo le stesse in una accezione "atecnica", comprendono i diritti di rivalsa verso gli *sponsor*, gli impegni contrattuali assunti dalla società di progetto o, talvolta, dagli stessi

---

<sup>52</sup> Piccirilli E. M., *Il project financing nello scenario giuridico italiano*, in "Impresa", 2002, 10, 1571 e segg..

<sup>53</sup> Per natura *self liquidating* dell'operazione si intende quell'operazione in cui è riscontrabile un approccio da parte dei finanziatori, consistente nel fare prioritario (se non esclusivo) affidamento, nella valutazione di merito di credito dell'operazione, sulle prospettive attese di redditività che si dimostrino sufficienti a remunerare e rimborsare il finanziamento erogato.

*sponsor*, nonché le garanzie personali e/o reali prestate dagli *sponsor* o dal veicolo utilizzato.<sup>54</sup>

Il *security package* può, pertanto, essere definito come quel complesso coordinato ed armonico di garanzie e di accordi contrattuali che ha lo scopo di ridurre le probabilità che i singoli eventi rischiosi si verifichino e, comunque, di regolare in via preventiva le conseguenze di tali accadimenti attraverso una ripartizione dei rischi stessi tra i partecipanti all'iniziativa.

Il *security package* è composto, generalmente, da tre tipi di garanzie: reali, cioè le garanzie tradizionali sui beni e le attività della società di progetto, contrattuali, ossia quelle volte a responsabilizzare i partecipanti all'iniziativa all'assunzione dei rischi di variazioni collegati con la propria attività imprenditoriale, e quelle di rivalsa, ossia le garanzie nei confronti dei promotori del progetto. Forme di rivalsa limitata, perché non coprono comunque l'intero importo del progetto, sono gli impegni dello *sponsor* al completamento al progetto o, più usualmente, l'impegno al versamento di capitale ulteriore a favore della società veicolo qualora se ne presenti l'esigenza.<sup>55</sup>

Il *security package* comprende, come accennato, anche le tradizionali garanzie reali, le quali hanno una finalità parzialmente diversa rispetto a quella che si riscontra nel credito ordinario, ove la garanzia assume rilevanza preminentemente per il suo valore patrimoniale, in un'ottica di realizzo.

Nelle operazioni di *project financing* la garanzia reale assume una finalità "difensiva" nonché funzionale all'esercizio del controllo sul progetto che viene tipicamente riservato ai finanziatori e che costituisce uno dei tratti peculiari del *project financing*.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> Imperatori G., *op. cit.*, pag. 361; Salvato C., *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti*, in *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, a cura di Draetta U., Vaccà C., Milano, 1997, pag 35 e segg..

<sup>55</sup> Imperatori G., *op. cit.*, pag. 371.

<sup>56</sup> Carrière P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in "Rivista delle società", 2003, 5, pag. 1010.

Pertanto, la funzione tradizionale delle garanzie reali si unisce con l'altro obiettivo conseguito dalle garanzie nell'ambito del *project finance*: quello di rendere efficace la supervisione esercitata sul progetto dai finanziatori.<sup>57</sup>

### *Il quoziente di indebitamento (complessivo e finanziario)*

La dottrina economica afferma che nell'approccio *project finance* la struttura finanziaria della società di progetto può raggiungere livelli molto alti del quoziente di indebitamento finanziario.<sup>58</sup>

In linguaggio anglosassone, si fa riferimento al cosiddetto effetto *leverage*, inteso come “*the level of debt expressed as a percentage of equity or as a ratio to equity.*”<sup>59</sup>

A questo punto occorre una precisazione: la dottrina distingue due quozienti di indebitamento.

Il primo è il quoziente di indebitamento finanziario (o indice di dipendenza finanziaria), il quale segnala il “peso” dei debiti finanziari sul capitale proprio o patrimonio netto di un'impresa. Tale indice, che segnala il grado di dipendenza (o indipendenza) dell'impresa dai finanziatori esterni a titolo di capitale di credito, esprime il contributo

---

<sup>57</sup> “Sono parte del *security package* anche gli impegni assunti da alcune banche, a beneficio anche degli altri partecipanti, di svolgere determinate attività di monitoraggio e controllo durante le varie fasi di sviluppo del progetto...Alcuni esempi significativi in questo senso sono: il controllo periodico sullo stato di avanzamento lavori durante la fase di costruzione, con un monitoraggio sugli aspetti tecnici, sui costi e sui tempi di realizzazione; controllo periodico sui bilanci della *project company*, dei promotori e degli altri obbligati...” (Imperatori G., *op. cit.*, pag. 373).

<sup>58</sup> Esty riporta che le società di progetto hanno mediamente un *book value debt-to-total capitalisation ratio* di circa il 70% rispetto al 33.1% per imprese di simili dimensioni (il dato è stato estratto dal Compustat Database). Vedi Esty B., *The economic motivations for using project finance*, 14 February 2003, pag. 7.

<sup>59</sup> Esty B., *Project finance Glossary*, Harvard Business School, December 11, 2006;

dei finanziamenti, rispetto a quello del capitale di rischio, alla copertura degli impieghi.<sup>60</sup>

Il secondo, il quoziente di indebitamento complessivo, si esprime come rapporto tra tutte le passività, finanziarie e non, e i mezzi propri. Tale quoziente, pertanto, segnala il grado di dipendenza dell'impresa dai finanziatori esterni nonché dai fornitori.

Al riguardo giova rilevare che nel *project financing* il quoziente di indebitamento complessivo assume una propria e specifica peculiarità. Come già accennato nel *project financing*, il *security package* comprende anche le garanzie di natura contrattuale.

Tra queste sono incluse quelle relative ai contratti di fornitura con la clausola *put-or-pay* tra la società di progetto e i fornitori. Il fornitore si impegna a consegnare la merce (o, alternativamente, a pagare un terzo che esegua tale consegna in caso di impossibilità) a un certo prezzo e in una certa data e la società di progetto a pagare l'importo della fornitura.

Generalmente le dilazioni concesse alla società veicolo sono significativamente di gran lunga superiori rispetto a quelle normalmente concesse per le stesse forniture.

Nel bilancio della società di progetto, i debiti verso il fornitore, seppur formalmente di natura commerciale, perché sorgono in contropartita del costo sostenuto per la fornitura di beni, includono, nelle operazioni in esame, anche una componente riconducibile a una operazione di finanziamento.

Inoltre, i fornitori di materie prime o servizi, al pari dei soggetti sponsor, rappresentano controparti contrattuali della società veicolo che i finanziatori considerano attentamente con riferimento all'affidabilità patrimoniale e imprenditoriale in sede di valutazione del rischio del progetto.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2003, pag. 169 e segg.; Pisoni P., Puddu L., *Le analisi finanziarie: solidità e liquidità dell'impresa*, in "Impresa", n. 5, 31 maggio 2002, pag. 776 e segg.; Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Analisi di bilancio e rendiconto finanziario*, Giuffrè Editore, Milano, 2006.

<sup>61</sup> Imperatori G., *op. cit.*, pag. 398.

Pertanto, è quanto mai opportuno, ai fini di una completa analisi di bilancio, procedere al calcolo del quoziente di indebitamento complessivo, posta la natura “ibrida” che i debiti “formalmente” commerciali assumono nel bilancio della società di progetto.

Nevitt e Fabozzi, con riferimento al leverage del progetto, osservano che “*Project financing can sometimes be used to improve the return on the capital invested in a project by leveraging the investment to a greater extent that would be possible in a straight commercial financing of the project.*”<sup>62</sup>

Il motivo è da ricondursi alle differenti variabili che guidano i finanziatori nell’analisi del *credit appraisal*:

- in un approccio *corporate* il credito concesso all’impresa che intraprende una nuova iniziativa verte sulla solidità della medesima impresa a richiedere il finanziamento e sulle garanzie di tipo personale o reale: più in generale, si fa riferimento alla capacità di indebitamento dell’impresa, misurata, solitamente, proprio attraverso il quoziente di indebitamento finanziario;<sup>63</sup>
- nell’approccio di tipo *project* l’indagine preliminare dei finanziatori è rivolta alla fattibilità e alla prospettive economiche del progetto (la redditività del progetto rappresenta, infatti, la principale fonte di profitto che consentirà il rimborso del prestito).<sup>64</sup>

Si osserva, pertanto, che le diverse variabili che “guidano” i finanziatori nella scelta di valutazione del prestito hanno un effetto immediato sul rapporto tra i debiti finanziari e i mezzi propri dell’entità economica, pre-esistente o costituita *ad hoc*, che intraprende l’iniziativa.

---

<sup>62</sup> Nevitt P.K., Fabozzi F.J., *Project financing*, 7<sup>th</sup> edition, Euromoney Books, London, 2000, p. 5.

<sup>63</sup> Sul tema si rimanda a Miscali M., *I tratti giuridici delle operazioni di project financing*, in *Project financing*, a cura di Vaccà, Milano, 2002, 110 s.

<sup>64</sup> Monti E., *Manuale di finanza per l’impresa*, UTET, Torino, 2005.

Nel *corporate finance* tale rapporto costituisce variabile chiave ai fini della valutazione dei finanziatori circa la decisione sull'erogazione del prestito; nel *project financing* tale rapporto non è una variabile chiave: se lo fosse, il *project financing* perderebbe la propria ragione di essere.

Un altro motivo che spiega il forte indebitamento (e spesso la "sottocapitalizzazione") del veicolo societario che incorpora il progetto è la natura stessa dei progetti che rientrano nel campo di applicazione di questo tipo di operazioni. Tali progetti presentano, generalmente, le seguenti caratteristiche:

- grande dimensione;
- orizzonte temporale lungo;
- alta intensità di capitale.

Pertanto, questi progetti incontrano sovente limiti di finanziabilità nei circuiti finanziari tradizionali, dovuti ai problemi della dimensione dei fabbisogni, alla forte incertezza associata alla durata e alla specializzazione richiesta nella valutazione e nella gestione dei rischi associati al progetto. Le caratteristiche dei progetti costituiscono, in effetti, dei limiti al finanziamento degli stessi attraverso l'ottica tradizionale.

In sintesi si può osservare che il quoziente di indebitamento nel *corporate finance* è, prevalentemente, funzione degli effetti del finanziamento sul bilancio del promotore e nel *project financing* è funzione dei flussi di cassa generati dal progetto.<sup>65</sup>

---

<sup>65</sup> Gatti S., *op. cit.*, p. 40.

## Capitolo secondo

### I fondamenti teorici della finanza di progetto

Illustrate le caratteristiche peculiari delle operazioni di *project financing*, è opportuno riflettere sulle ragioni economiche che giustificano il ricorso a tale tecnica finanziaria.

Modigliani e Miller dimostrano, nell'ormai famoso lavoro pubblicato sull'*American Economic Review*, che, in un mercato perfetto ed efficiente dei capitali, il valore di un'impresa (o di un progetto) non è determinato dalle sue decisioni di finanziamento ma dalle sue attività reali.<sup>66</sup>

Il teorema è costituito da due proposizioni distinte:

#### *Prima proposizione del teorema*

La prima proposizione afferma che due imprese identiche in tutto, salvo la struttura del capitale, hanno lo stesso valore.

Indicando con U l'impresa *unlevered* (ossia quella il cui capitale è interamente costituito da capitale di rischio) e con L l'impresa *levered* (ossia quella il cui capitale è costituita da *equity* e da capitale di debito), si verifica che:

$$V_U = V_L$$

dove  $V_U$  è il valore dell'impresa U (valore pari al costo di acquistare tutte le azioni dell'impresa U),  $V_L$  quello dell'impresa L (valore pari al costo di acquistare tutte le azioni dell'impresa L e di ripagarne il debito per intero).

---

<sup>66</sup> Modigliani M., Miller M. H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in "American Economic Review", Volume XLVIII, June 1958, Number Three.

### *Seconda proposizione del teorema*

La seconda proposizione, che stabilisce che il tasso di rendimento delle azioni aumenta con l'aumentare della leva finanziaria, può essere espressa dalla seguente relazione:

$$r_s = r_o + \frac{B}{S}(r_o - r_b)$$

Il tasso di rendimento degli azionisti,  $r_s$ , per un'impresa indebitata è uguale al tasso di rendimento delle azioni dell'impresa che non fa ricorso al capitale di debito,  $r_o$ , più un premio per il rischio  $\left[ \frac{B}{S}(r_o - r_b) \right]$  che dipende dal grado di indebitamento dell'impresa e dallo spread tra  $r_o$  (rendimento delle azioni dell'impresa che non fa ricorso al capitale di debito) e  $r_b$ , il costo del debito.

Maggiore è la leva finanziaria, più alto è il rapporto  $\frac{B}{S}$ , maggiore il premio per il rischio richiesto dagli azionisti per detenere le azioni, e più elevato il rendimento azionario  $r_s$ .

La proposizione afferma che il costo dell'*equity* di un'impresa indebitata è una funzione lineare della leva finanziaria ( $\frac{B}{S}$ ), ossia del rapporto debito/*equity*.

La forza della teoria di Modigliani e Miller, successivamente ampliata e rivista negli anni dai due Autori, consiste nel fatto che le ipotesi del modello in cui si dimostra l'irrelevanza della struttura finanziaria di un'impresa hanno evidenziato quei fattori che fanno sì che la struttura

finanziaria (intesa come composizione delle fonti distinte in capitale proprio e debito) rilevi.<sup>67</sup>

Come osserva Esty, i dati sulla dimensione del mercato del *project finance* costituiscono evidenza che, *prima facie*, “*financing structures do, indeed, matter*”.<sup>68</sup>

Se, pertanto, si fosse in presenza di un mercato perfetto dei capitali, non vi sarebbero motivazioni economiche che spiegherebbero e giustificerebbero l’ampio ricorso alla tecnica della finanza di progetto, in quanto la struttura finanziaria di un’impresa non rappresenterebbe una variabile che influenza il valore dell’impresa (o del progetto di investimento).

La validità del teorema di Modigliani e Miller ricorre nell’ipotesi in cui si è in presenza di un mercato perfetto. Al fine di definire un mercato perfetto, devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

- assenza di costi di transazione e di tasse;
- perfetta competizione (le azioni dei singoli agenti non possono influire sulla formazione dei prezzi);
- perfetta informazione tra tutti gli agenti sul mercato;
- gli investitori sono agenti razionali che massimizzano la propria funzione di utilità attesa.

Tali ipotesi sono alla base del Teorema M-M (1958) e sono arricchite da ulteriori assunzioni:

- i mercati dei capitali sono completi e senza frizioni;
- gli individui possono prendere e dare a prestito allo stesso tasso di interesse delle imprese;
- le imprese emettono solo due tipi di titoli, obbligazioni (prive di rischio) e azioni;
- tutte le imprese sono considerate nella stessa classe di rischio;

---

<sup>67</sup> “Their irrelevance proposition is powerful because it highlights the factors that make financing decisions value *relevant*” (Esty B., *The economic motivations for using project finance*, February 2003, p. 1).

<sup>68</sup> Esty B., *op. cit.* pag. 1.

Le condizioni e le assunzioni sopra illustrate, che come appare immediatamente chiaro, non si verificano nella realtà, evidenziano quei fattori che fanno sì che le decisioni finanziarie e la struttura del capitale siano rilevanti ai fini della valutazione dell'impresa.

Successivamente all'enunciazione del teorema nel 1958, gli Autori Modigliani e Miller hanno modificato in parte le assunzioni sottostanti il loro teorema per includere, nel modello, le imposte sulle imprese: la possibilità di dedurre dal reddito imponibile gli oneri finanziari sulle passività di finanziamento determina un significativo vantaggio fiscale nel ricorso all'indebitamento. Ciò posto, tale fattore deve essere valutato per la determinazione della struttura finanziaria ottimale.<sup>69</sup>

Successivamente Miller, nel 1977, arricchì ulteriormente il dibattito sulla struttura finanziaria ottimale, introducendo un'ulteriore ipotesi: la tassazione sui redditi delle persone fisiche.<sup>70</sup>

L'Autore, ammettendo la necessità di considerare anche la variabile di imposte sul reddito delle persone fisiche, sostiene che le imprese dovrebbero indebitarsi finché il *tax rate* marginale a livello *corporate* sia uguale al *tax rate* dell'investitore. Tuttavia, poiché questi due tassi non possono essere controllati, le imposte determinano la struttura finanziaria in equilibrio a livello complessivo e non a livello di singola impresa. In sostanza il livello di imposte personali tende a ridursi quando il *leverage* cresce.

Il teorema di Modigliani Miller ha aperto la strada a numerosi contributi miranti a sostenere e a giustificare la non perfetta sostituibilità delle fonti di finanziamento ed evidenziando quegli elementi e quelle circostanze che influenzano il grado di leva finanziaria di un'impresa e indagando come tale influenza si esercita. Le più importanti teorie finanziarie che si sono sviluppate successivamente al teorema di Modigliani e Miller e che, pertanto,

---

<sup>69</sup> Modigliani F., Miller M., *Corporate Income taxes and the Cost of Capital: a Correction*, in "American Economic Review", 53, 3 pag. 433-443, 1963.

<sup>70</sup> Miller M., *Debt and Taxes*, in "Journal of Finance", 32, 1977.

risultano applicabili al fine di spiegare i fondamenti teorici della finanza di progetto, sono illustrate di seguito.

E' opportuno sottolineare che i principali elementi emersi nel dibattito teorico, che saranno contestualizzati nell'ambito del *project finance*, sono stati innumerevoli, seppur le conclusioni sono state frammentarie e non sistematiche.<sup>71</sup>

Si osserva che non esiste un comune schema interpretativo in grado di cogliere e giustificare contemporaneamente, da un punto di vista "economico", tutte le caratteristiche peculiari del *project finance*.

Di seguito, seppur separatamente, sono analizzati gli strumenti teorici in grado di giustificare quegli elementi che abbiamo individuato come "caratterizzanti" le operazioni di finanza di progetto.

Gli elementi che di seguito saranno analizzati sono:

- la segregazione economico-finanziaria (*ring fence*);
- l'elevato quoziente di indebitamento (finanziario e complessivo) dell'unità economica che incorpora il progetto;
- il *security package*, inteso come quel complesso coordinato ed armonico di garanzie e di accordi contrattuali che ha lo scopo di ridurre le probabilità che i singoli eventi rischiosi si verifichino e, comunque, di regolare in via preventiva le conseguenze di tali accadimenti attraverso una ripartizione dei rischi stessi tra i partecipanti all'iniziativa.

---

<sup>71</sup> Bozzi S., *Il project financing nella teoria dell'agenzia*, in *Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, a cura di Fontana F., Sandri S., Caroli M. G., Luiss Edizioni, 2001, p. 59.

## 1. La segregazione economico-finanziaria del progetto

La scelta di incorporare il progetto in una entità economica separata dallo *sponsor* è una caratteristica essenziale delle operazioni di finanza di progetto.

Tale scelta può essere giustificata economicamente attraverso la *Agency Theory*, nonché la *Signalling Theory* e la *Pecking Order Theory*.

La separazione del progetto è un elemento che non può essere considerato disgiuntamente dalla struttura finanziaria dell'impresa: il livello ottimale di indebitamento varia anche in funzione del tipo di organizzazione “economico-giuridica” che viene utilizzata per realizzare lo specifico progetto. Pertanto la separazione del progetto può essere studiata da un punto di vista giuridico e da un punto di vista finanziario.

Di seguito considereremo congiuntamente i due richiamati aspetti.

I costi di agenzia che rilevano in tale contesto sono:

- i costi derivanti da sottoinvestimento nell'ottica “Myers” e nell'ottica “Myers-Majluf”;
- i costi derivanti dall'*asset substitution*, così come definiti da Jensen e Meckling.

Di seguito sono approfonditi i menzionati aspetti.

### *I costi da sottoinvestimento di Myers*

Myers, nel suo contributo del 1977, evidenzia per primo la possibilità che, in un mondo “ideale” senza imposte sul reddito di impresa e senza costi di bancarotta, in mercati finanziari perfetti e completi, il debito può rappresentare un incentivo per i manager ad attuare una

politica di investimento sub-ottimale rispetto alla massimizzazione del valore dell'impresa.<sup>72</sup>

Il motivo è riconducibile al fatto che l'obbligo di rimborsare il debito contratto, unitamente agli interessi maturati sul finanziamento concesso, può, talvolta, indurre i manager a non realizzare alcuni investimenti che presentano un VAN positivo.

La condizione al verificarsi della quale si incorre nel costo da agenzia da *under-investment* è quella del debito rischioso, cioè un debito il cui valore di mercato è inferiore al valore nominale.

Myers dimostra che in un'impresa in difficoltà finanziarie i soci potrebbero rifiutarsi di fornire *equity* in quanto i benefici del valore creato affluirebbero, in via preventiva, ai creditori.

In tale contesto il costo di agenzia, dato un certo arco temporale di riferimento e determinati "stati di natura" in presenza dei quali i progetti hanno VAN positivo, è pari al minor valore dell'impresa rispetto al valore potenzialmente raggiungibile in virtù della realizzazione dei progetti a VAN positivo.

Si procede di seguito ad illustrare brevemente la teoria elaborata da Myers.

Myers ritiene che il valore di un'impresa sia composto dagli *assets* attuali e dagli *assets* intangibili rappresentati dalle future opportunità di investimento.

L'azienda persegue l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa: pertanto, risulta ragionevole intraprendere tutti gli investimenti che presentano un VAN positivo.

Tuttavia, potrebbero sorgere dei conflitti tra gli azionisti e i creditori dell'impresa: i manager, che, per ipotesi, agiscono nell'interesse degli azionisti, potrebbero decidere di rigettare progetti a basso rischio e a VAN positivo, in quanto i benefici di tale investimento sarebbero in capo, quasi esclusivamente, ai finanziatori dell'impresa, che vedrebbero avvicinare il valore di mercato del debito al valore

---

<sup>72</sup> Myers S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in "Journal of Financial Economics", 5, 1977.

nominale dello stesso. I costi, d'altra parte, graverebbero sugli azionisti e i benefici sarebbero prevalentemente per i finanziatori.

In questo caso, il management di un'impresa indebitata, nel perseguire gli interessi degli azionisti, potrebbe prendere una decisione subottimale rispetto alla massimizzazione del valore dell'impresa: è lo stesso Myers a definire tale situazione (di conflitto tra azionisti e finanziatori) come "*underinvestment problem*".

Quindi, contrarre debiti riduce il valore attuale dell'impresa in quanto induce i manager a porre in essere una strategia subottimale: le imprese indebitate potrebbero non avere interesse a finanziare tutte le opportunità di crescita (che porterebbero un contributo netto positivo al valore dell'impresa) e quindi saranno portate a perdere valore nel lungo periodo.

La perdita nel valore di mercato dell'impresa grava per intero sugli attuali azionisti dell'impresa, nell'ipotesi in cui il comportamento del management venga perfettamente anticipato da parte dei creditori.<sup>73</sup> Pertanto, in assenza di imposte, la strategia ottimale è non contrarre debiti rischiosi.

L'Autore cerca di ipotizzare delle possibili, ma costose, soluzioni al problema dell'*underinvestment* da indebitamento, quali, un contratto di finanziamento che includa la clausola che l'impresa ponga in essere tutti i progetti che presentano un VAN positivo, oppure un contratto che sia rinegoziato allorquando una opportunità di investimento positiva si profili.

Come sottolinea Myers nel caso in cui vi sia un vantaggio derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari, allora la strategia ottimale consiste nell'individuare quella struttura finanziaria che bilancia i vantaggi fiscali del debito e i costi da strategia futura da sottoinvestimento.

---

<sup>73</sup> Nella determinazione del suo teorema, l'Autore osserva che un punto essenziale è rappresentato dal legame esistente tra entità delle somme che devono essere rimborsate una volta ricorso al debito e i possibili valori assunti dal progetto in diversi scenari di riferimento: data una certa distribuzione dei *payoff* dell'investimento, al crescere delle somme che dovranno essere impiegate per il rimborso del debito crescono le possibilità per l'impresa di incorrere nel costo da "*underinvestment*".

In breve la politica di investimento sotto-ottimale è un costo di agenzia indotto dal debito rischioso (*risky debt*).

Pertanto, il livello ottimale di indebitamento risulta essere un *trade-off* tra il costo di sottoinvestimento e lo scudo fiscale.

Il motivo per cui l'analisi dei costi di agenzia da sottoinvestimento è stata inserita come elemento giustificativo della segregazione economico-finanziaria si riconduce al fatto che John e John e altri Autori dimostrano come l'incorporazione del nuovo progetto in una entità economica sia uno strumento attraverso il quale si minimizzi il costo di *under-investment* e si massimizzi il beneficio derivante dallo scudo fiscale.<sup>74</sup>

I benefici connessi alla segregazione del progetto determinerebbero una maggiore convergenza di interessi economici degli azionisti e dei finanziatori esterni, e permetterebbero la minimizzazione dei costi di sottoinvestimento alla Myers.<sup>75</sup>

Al fine di comprendere i risultati del lavoro di John e John, gli Autori, facendo ricorso allo schema adottato nel *Paper* di Myers, ipotizzano il caso di un'impresa che ha a disposizione due progetti, che, al tempo  $t = 0$ , presentano entrambi VAN positivo. Per poter implementare i due progetti, l'impresa ricorre a un prestito da rimborsare al tempo  $t = 1$ , pari a  $(F_A + F_B)$ . Si ipotizzi che al tempo  $t = 1$ , il VAN del progetto A sia maggiore di  $F_A$  e che il VAN del progetto B sia inferiore a  $F_B$  e che tuttavia la somma dei valori attuali netti dei due progetti sia inferiore a  $(F_A + F_B)$ .

Se si realizza quanto ipotizzato, i manager dell'impresa (nominati nel *Paper* come *corporate insiders*) non potranno in essere alcun progetto; viceversa, qualora i due progetti A e B fossero incorporati in due distinte società, allora il management della società A troverebbe

---

<sup>74</sup> John T.A., John K., *Optimality of project financing: theory and Empirical implications in Finance and Accounting*, in "Review of Quantitative Finance and Accounting", 1, 1991, pagine 51-74; Berkovitch E., Kim E. H., *Financial Contracting and Leverage Induced Over and Underinvestment Incentives*, in "Journal of finance", 45, 1990; Flannery M. J., Houston J. F., Venkataraman S., *Financing Multiple Investment Project*, in "Financial Management", Summer, 1993.

<sup>75</sup> Finnerty J. D., *Project financing. Asset-based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, 1996.

profitevole implementare il progetto A (il management della società B non investirebbe nel secondo progetto in quanto il VAN del progetto B è inferiore a  $F_B$ ).

Sulla base di queste ipotesi risulta che il valore attuale dei progetti (A) e (B), incorporati in società distinte, è superiore al valore attuale della somma dei due progetti A + B, incorporati in un'unica società.

Nel *Paper* viene, pertanto, verificato come il *project financing* sia uno strumento più efficace nel minimizzare i costi di agenzia derivanti da *under-investment*.

Gli Autori dimostrano, inoltre, come determinare il livello di debito da assegnare alle diverse società cui fanno capo i progetti in modo tale che, indipendentemente dallo stato di natura realizzatosi, il costo di *underinvestment* sia inferiore o uguale a quello che si sarebbe ottenuto qualora i progetti fossero incorporati in un'unica società.<sup>76</sup>

Il *project financing* permette, inoltre, di ridurre i costi di sottoinvestimento a livello *sponsor*: ad esempio nel caso in cui l'impresa *sponsor* abbia già utilizzato tutta la capacità di credito disponibile, il management, al fine di non rinunciare alla realizzazione di progetti a VAN positivo, a causa della mancanza di disponibilità da parte degli azionisti a investire ulteriore capitale di rischio oppure a causa di eventuali *covenant* sui finanziamenti esistenti che impediscono nuovi finanziamenti, il *project financing* risolve questo problema mediante l'assegnazione dei ritorni dell'investimento a un nuovo gruppo di investitori, prescindendo dai diritti vantati dai precedenti.<sup>77</sup>

Per ultimo viene anche dimostrato come l'incorporazione di una società di progetto in un'entità legale autonoma, conduce alla migliore valorizzazione dello scudo fiscale. Infatti, se in virtù della segregazione aumentano le probabilità che progetti a VAN positivo

---

<sup>76</sup> Esty descrive di imprese che hanno utilizzato il *project finance* per evitare il problema del sottoinvestimento. Per approfondimenti si rimanda a Esty B., *The economic motivations for Using Project finance*, Working Paper, Harvard Business School, 2003.

<sup>77</sup> Esty B., B., *The economic motivations for Using Project finance*, Working Paper, Harvard Business School, 2003.

non si accantonino, si ottiene un incremento anche del debito e, poiché il valore attuale dello scudo fiscale è una frazione del valore attuale del debito anche il valore attuale del beneficio fiscale risulta incrementato.

Il limite dell'analisi condotta nel *Paper* di John e John si basa sul fatto che le conclusioni raggiunte sono collegate all'assunzione che i progetti siano perfettamente correlati.

Qualora il grado di correlazione tra i payoff dei due progetti si riduce – e, pertanto, i progetti non sono perfettamente correlati – aumenta il vantaggio di includere i progetti in unica società anziché in società distinte, venendo meno la logica del *project financing*.<sup>78</sup>

#### *I costi da asimmetrie informative di Myers – Majluf*

Nel contributo di Myers e Majluf, si approfondiscono ulteriori ragioni che giustificano l'accantonamento di progetti a VAN positivo.<sup>79</sup>

In particolare si pone l'accento sulle conseguenze delle asimmetrie informative.

I due Autori osservano che le scelte finanziarie possono essere sintomatiche di un comportamento inefficiente nell'attuazione dei progetti di investimento. Secondo gli Autori, il *project financing* consente di ridurre i costi da asimmetrie informative che possono condurre a fenomeni di *adverse selection* e di *moral hazard*. L'asimmetria informativa tra *insider* e *outsider* può rendere difficile il reperimento di risorse per la realizzazione di investimenti.

Il *project financing*, attraverso la segregazione, permette una più facile valutazione del *credit appraisal* da parte degli *outsider* per due ordini di ragioni:

---

<sup>78</sup> Flannery M. J., *Financing multiple investment project*, in "Financial Management", Summer, 1993.

<sup>79</sup> Myers S.C., Majluf N. S., *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors do not have*, in "Journal of Financial Economics"; 13, 187-222.

- la valutazione è limitata alla bontà di un singolo specifico progetto e non si estende, pertanto, alla situazione di solvibilità, solidità e redditività dell'intera impresa *sponsor*;
- la maggiore trasparenza che deriva dall'incorporazione conduce a un più agevole monitoraggio dell'investimento, sia nella fase di costituzione che di gestione, per il fatto che i *cash flow* si riferiscono esclusivamente all'iniziativa di cui il management è unicamente responsabile. Pertanto il management non gode di spazi di manovra discrezionali circa la destinazione dei *cash flow* prodotti dall'investimento.

Ciò si traduce in una maggiore leva finanziaria e in un più basso costo del capitale.

Inoltre il *project financing* ha effetto sull'ordine di preferenza delle fonti di finanziamento (*Pecking Order Theory*): in virtù della diminuzione dell'asimmetria informativa tra impresa e mercato, il *project financing* dovrebbe comportare un incremento al ricorso di fonti esterne (capitale proprio o debito). Si osserva che quanto maggiore è il beneficio del *project financing* in termini di riduzione di problema da sottoinvestimento, tanto minore è la differenza di costo fra forme alternative di finanziamento.

Gli autori dimostrano che in presenza di asimmetrie informative fra azionisti *insider* ed azionisti *outsider*, cioè quelli potenziali, le azioni dell'impresa non vengono valutate correttamente dal mercato. In particolare, quando il mercato finanziario non è correttamente informato della buona qualità dei progetti, le azioni risultano sottovalutate: l'emissione di azioni gioverebbe, quindi, ai nuovi azionisti i quali pagherebbero le stesse ad un prezzo inferiore al valore effettivo.

D'altro canto, la non corretta informazione sulla bassa qualità dei progetti implica una sopravvalutazione del valore di mercato delle azioni; perciò, in questo caso, l'emissione di nuove azioni risulterebbe vantaggiosa solo per i vecchi azionisti (qualora non volessero sottoscrivere le nuove emissioni). L'insieme di queste due condizioni,

unitamente all'ipotesi che i manager agiscano nell'interesse dei soli vecchi azionisti, e che questi ultimi abbiano un atteggiamento passivo nei confronti dell'investimento (ovvero non siano interessati all'espansione dell'impresa), porta a decisioni di investimento inefficienti, nel senso che può accadere che progetti con elevato valore attuale netto positivo vengano abbandonati a favore di progetti meno vantaggiosi, per il solo fatto di richiedere il finanziamento attraverso l'emissione di nuove azioni.

In altre parole, la scelta di emettere nuove azioni, date le ipotesi del modello, segnala al mercato che il progetto è di bassa qualità e quindi determina un abbassamento del valore di mercato delle azioni esistenti. Poiché questo fenomeno potrebbe non corrispondere ad un efficiente processo di convergenza del valore di mercato dell'impresa al valore effettivo, si conclude che esiste una gerarchia nella scelta delle fonti di finanziamento: i mezzi per la copertura del fabbisogno finanziario vengono anzitutto reperiti dalla gestione (autofinanziamento), in seguito attraverso il ricorso al debito, e solo in ultima istanza attraverso il ricorso all'emissione di azioni.

Da questa proposizione si è sviluppata la cosiddetta *Pecking Order Theory* della struttura finanziaria: in realtà il modello in sé non è in grado di generare la teoria citata perché non discute l'emissione di debito e quindi non può essere proposto come una spiegazione del ricorso al debito dell'impresa.

Tuttavia, benché la struttura finanziaria che emerge da questo approccio sia abbastanza rigida, non implica che essa non possa contribuire alla ricerca di composizioni ottimali; semplicemente essa consiste in un processo di ottimizzazione più ampio che attiene alla valutazione dei costi-benefici associati alla presenza di differenziali informativi.<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> Tra gli Autori che hanno approfondito i vantaggi del ricorso all'approccio di tipo *project*, in funzione dei costi di agenzia derivanti dalle asimmetrie informative legate a una nuova iniziativa, vi sono Chen, Kesinger e Martin. Essi hanno ipotizzato come il management di un'impresa debba decidere sulla modalità di finanziamento di un progetto trasparente e un progetto in merito al quale non ritiene opportuno diffondere informazioni ai *competitor* e al pubblico. Considerato che, comunque, qualsiasi tipo di finanziamento fa sorgere il costo da asimmetrie informative, essi ritengono che i manager sceglieranno di destinare i *cash flow*

### *I costi di agenzia di Jensen e Meckling*

Le riflessioni elaborate nell'ambito del filone degli studi sulla teoria dell'agenzia si sono sviluppate anche sulla possibilità di costruire una struttura finanziaria che può mitigare i costi di agenzia del capitale proprio e del capitale di debito.

Jensen e Meckling sviluppano la teoria dei costi di agenzia, approfondendo il rapporto tra proprietari dell'impresa e manager, nonché quello tra azionisti e creditori (si precisa che i manager sono agenti degli azionisti e questi ultimi come agenti dei creditori).<sup>81</sup>

Generalmente il rapporto di agenzia intercorre tra “un principale” il cui obiettivo è la massimizzazione di una certa funzione e “un agente” che deve agire nell'interesse del principale. In presenza di asimmetrie informative e di interessi contrastanti tra agente e principale (condizioni che sono sempre verificate in quanto l'informazione non è mai perfetta, ma sempre asimmetrica, e in quanto gli interessi di soggetti con obiettivi diversi sono sempre almeno parzialmente divergenti), si osserveranno costi di agenzia.

I costi di agenzia sono composti principalmente dai costi di controllo da parte del principale (“*monitoring cost*”, *designed to limit the aberrant activities of the agent*) e dai costi incorsi dall'agente per garantire che i propri obiettivi coincidano con quelli del principale (*bonding costs to guarantee that the agent will not take certain action*

---

interni, generati dall'impresa, al finanziamento dei progetti cosiddetti *price sensitive*. In questo modo, il *project financing* consente una minimizzazione dei costi di agenzia da sottoinvestimento, in quanto l'impresa, finanziando con il *project financing* i progetti più trasparenti, ha a disposizione le risorse per cogliere quelle opportunità di investimento con VAN positivo ma con informazioni sensibili da tutelare. Si veda Chen A. H., Kesinger J. W., Martin J.D., *Project financing as a Means of Preserving Financial Flexibility*, University of Texas, Working Paper, 1989.

<sup>81</sup> Jensen M., Meckling W.(1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in “Journal of Financial Economics”, 3, 305–360.

*which would harm the principal or to censure that the principal will be compensated if he does take such actions).*

In presenza di costi di agenzia (definiti come la somma tra i *bonding costs*, i *monitoring costs* e il *residual value*, inteso come la riduzione dell'interesse del principale causata dalla divergenza tra l'interesse del principale e l'interesse dell'agente) vi sarà una perdita più o meno grande di efficienza nel governo di una certa struttura organizzativa. Le inefficienze che dipendono dall'esistenza di asimmetrie informative conducono a problemi *ex ante* di *adverse selection* ed, *ex post* di *moral hazard*.

Il problema della selezione avversa emerge quando nell'ambito di una transazione economica una parte possiede informazioni rilevanti per la transazione stessa, ma sconosciute alla controparte (ci si riferisce, in tal caso, alle *hidden information*).

Un'altra tipica manifestazione delle asimmetrie informative è l'azzardo morale, il quale sorge ogni qual volta in una transazione economica le azioni degli individui non possono essere controllate perfettamente dalla controparte. L'asimmetria in questo caso insorge dopo la stipulazione del contratto in seguito ad un'azione nascosta.

Più in generale, nell'ambito del rapporto di agenzia azionista-manager e di azionista-creditore, possiamo ricordare le seguenti inefficienze:

- 1) distorsione di fondi aziendali verso il "consumo privato", o, più in generale, allocazione del tempo e degli sforzi personali in modo non ottimale (i manager, infatti, non conseguono l'intero profitto derivante dagli investimenti attuali, pur "sopportando" l'intero costo della pianificazione e gestione di tali progetti di investimento).

Tale distorsione di fondi può determinarsi grazie alla discrezionalità dei manager nella gestione e nel controllo del *free cash flow* (o flussi di cassa disponibili).

Il *free cash flow* è costituito dai flussi di cassa generati dalle operazioni aziendali sui cui utilizzo il management ha potere

discrezionale; vale a dire flusso di cassa che può essere utilizzato in nuovi progetti, essere restituito agli azionisti, oppure essere mantenuto in azienda come saldo attivo inutilizzato. Un elevato livello del *free cash flow*, pertanto, attribuisce al manager un forte potere decisionale che può manifestarsi attraverso comportamenti quali il perseguimento di obiettivi di crescita che superano la dimensione ottimale (*over-investment*) o un utilizzo improprio del *free cash flow*, che viene sprecato piuttosto che distribuito agli azionisti.<sup>82</sup> Secondo l'Autore, in imprese che generano elevati *free cash flow* e hanno poco debito, il management ha un tale scudo di protezione contro errori di gestione da non avere incentivi a scegliere e gestire efficientemente i progetti di investimento. Pertanto, un modo per imporre disciplina sul management è quello di prendere a prestito denaro: il meccanismo "disciplinante" del debito fa aumentare il rischio di inadempienza se l'impresa investe in progetti mediocri.<sup>83</sup> Tuttavia, i benefici del debito, in tale ottica, non sono infiniti: a un certo livello il rischio aggiuntivo associato all'incremento delle passività può diventare talmente elevato che il management, per paura del fallimento, potrebbe non investire in progetti di investimento. La distorsione da *free cash flow* è meno rilevante nel caso della *project company*, posto anche le limitate opzioni di crescita di cui dispone.

- 2) scelta di progetti di investimento con rischiosità non ottimale da parte degli azionisti, che preferiscono investimenti molto rischiosi (tale fenomeno denominato "*asset substitution*", ossia ricerca degli investimenti più rischiosi, si origina dalla

---

<sup>82</sup> Jensen M., *Agency Costs and Free Cash flow. Corporate Finance and Takeovers*, in "American Economic Review", May, 1986.

<sup>83</sup> Jensen M. C., *Agency costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers*, in "American Economic Review", 76, 1986; Jensen M.C., *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems*, in "Journal of Finance", 48, 1993; Stulz M.R. M., *Managerial Discretion and optimal Financing Policies*, in "Journal of Financial Economics", 26, 1990; Hart O., Moore J., *On the Design of Hierarchies: Coordination versus Specialisation*, in "National Bureau of Economic Research", October, 1995.

convenienza degli azionisti ad incrementare, *coeteris paribus*, la varianza dei risultati attesi dai progetti intrapresi). Tale fenomeno accade in quanto i finanziatori, quando prestano denaro all'impresa, hanno certe aspettative sul livello dei rischi dei progetti che verranno intrapresi. Su tale valutazione del rischio, essi fissano il tasso di interesse. Se dopo il ricorso al finanziamento, l'impresa sceglie di intraprendere progetti più rischiosi, allora il valore delle obbligazioni diminuirà a causa del maggior rischio.

La prima inefficienza, derivante dall'esistenza del rapporto di agenzia tra manager e azionista, può essere ridotta incrementando la frazione del capitale posseduta dai manager; oppure, a parità di capitale detenuta dai manager, un aumento della leva finanziaria determina un incremento della quota di capitale proprio dei manager.

Pertanto, attenuando la perdita dovuta a questo conflitto di interessi tra manager e azionisti, si genera un vantaggio da indebitamento. Il potere discrezionale del management può essere attenuato dagli impegni finanziari connessi all'indebitamento. In questa prospettiva, le imprese con una disponibilità finanziaria rilevante dovrebbero essere caratterizzate da una probabilità maggiore di ricorrere al debito. Infatti, poiché il pagamento degli interessi sul debito riduce la disponibilità dei flussi di cassa e quindi la discrezionalità dei *manager*, gli azionisti possono utilizzare l'indebitamento come strumento per attenuare il problema di *moral hazard*.

In un'operazione di *project finance*, il costo di agenzia da *free cash flow problem*, che potrebbe essere potenzialmente elevato, dato anche il fatto che il progetto è caratterizzato, intrinsecamente, da limitate opzioni di crescita, posto che talvolta i progetti sono in regime di concessione di costruzione e gestione, viene ridotto, anche se non annullato, così come evidenziato da Finnerty e Kesinger.<sup>84</sup>

---

<sup>84</sup> Finnerty J. D., *Project financing. Asset-based financial engineering*, Jon Wiley&Sons, 1996; Kesinger, Martin J., *Project finance: Raising Money The Old fashioned Way*, in "Journal of Applied Finance", 1998.

Infatti, l'elevato indebitamento impone, di fatto, il comportamento che i manager devono assumere: il servizio del debito, che rappresenta in tutti i *project finance* un impegno significativo, rappresenta un limite all'utilizzo del *free cash flow* generato. Altri Autori hanno infatti evidenziato come l'incentivo a disperdere le risorse in *perquisites* e altri *benefit* aumentano molto più significativamente nei progetti finanziati in *corporate finance*.<sup>85</sup>

L'incorporazione del progetto in una unità giuridico-economica separata permette, di fatto, gli azionisti, di controllare efficacemente il comportamento del management in quanto gli impieghi nelle attività del progetto sono correlate direttamente alle fonti, diminuendo, e quasi annullando, le opportunità di investimento discrezionale del management. L'elevata leva determina l'obbligo di destinare una parte dei *cash flow* ai creditori, diminuendo significativamente il rischio da *cash flow*.

Pertanto, la segregazione economico-finanziaria è in grado di ridurre il rischio dei *free cash flows* in misura maggiore rispetto a quanto potrebbe avvenire in un *corporate finance* principalmente perché la società veicolo creata unicamente per la realizzazione del progetto ha una durata definita nel tempo, il che implica:

- una limitazione nella discrezionalità del management, la quale si può esplicitare sia nell'utilizzo del *free cash flow* sia nella politica dei dividendi. Nell'ambito *project*, il *cash flow waterfall*, che disciplina la priorità nella distribuzione dei *cash flow* prodotti, consente, in sostanza di trasferire le decisioni sul reinvestimento del *cash flow* dal management agli *sponsor*;<sup>86</sup>
- la separata incorporazione del progetto in una entità in cui gli impieghi e le fonti sono direttamente correlati, permette

---

<sup>85</sup> Chennamur T. J., John K., *Optimal Incorporation, Structure of Debt Contracts and Limited Recourse Project financing*, in "Journal of Financial Intermediation", 5, 1996; Brealey A., Cooper A. I., Habib M. A., *Using Project finance to Fund Infrastructure Investments*, in "Journal of Applied Corporate Finance", 9, 3, 1996; Esty B., *op. cit.*, 2003.

<sup>86</sup> Kesinger J.W., Martin J.D., *op. cit.*; Finnerty J. D., *op. cit.*.

ai creditori un controllo migliore circa l'efficienza con la quale i finanziamenti sono utilizzati.<sup>87</sup>

La seconda inefficienza determina gli svantaggi da indebitamento, generati dal rapporto tra azionisti e creditori.

La scelta di incorporare il progetto in un'entità separata limita la possibilità di incorrere in questo tipo di costo di agenzia.<sup>88</sup>

Il motivo è da ricondursi al fatto che la segregazione economico-finanziaria riduce il costo di *monitoring*/controllo rispetto al caso in cui il progetto sia realizzato in una impresa multi-progetto, sia perché blinda contrattualmente, attraverso anche la costruzione del *security package*, la destinazione del *cash flow* fornito dai finanziatori, sia perché semplifica il controllo del rispetto dei vincoli contrattuali. Ciò garantisce che il rischio complessivamente sostenuto dai creditori rimanga conforme a quello preventivato.

Infatti, nell'ipotesi di società costituita *ad hoc*, i creditori/finanziatori del progetto verificano esclusivamente che il denaro da loro fornito non venga utilizzato per investimenti più rischiosi e che la realizzazione del progetto avvenga secondo quanto previsto in sede di contrattazione del prestito.<sup>89</sup>

Tale controllo non sarebbe così agevole in una impresa multiprogetto: per realizzare efficacemente il *monitoring* anche di una sola iniziativa, sarebbe necessario formulare una serie complessa e numerosa di contratti estremamente dettagliata che dovrebbe riguardare tutti i progetti in corso dell'impresa.

Pertanto, la segregazione economico-finanziaria è lo strumento che permette di limitare i costi da "*asset substitution*".

---

<sup>87</sup> Brealy A., Cooper A. I., Habib M. A., *op. cit.*.

<sup>88</sup> Glassman D. M., *Spin-Offs and Spins-Outs: Using "Securitization to Beat the Bureaucracy"*, in "Journal of Applied Corporate Finance", 1988 p. 82-89.

<sup>89</sup> Una delle caratteristiche peculiari del *project finance* è il complesso coordinato ed armonico di garanzie e di accordi contrattuali che ha lo scopo di ridurre le probabilità che i singoli eventi rischiosi si verifichino (al fine di regolare in via preventiva le conseguenze di tali accadimenti attraverso una ripartizione dei rischi stessi tra i partecipanti all'iniziativa) nonché la finalità di riconoscere ai finanziatori un penetrante ed efficace potere di *monitoring* sulla gestione dei progetti.

Limitatamente a tale ambito, si ritiene, quindi, che la struttura finanziaria sia influenzata dal *trade-off* tra i costi di agenzia connessi col fenomeno dell'*asset substitution* e i benefici apportati dai debiti nei conflitti tra azionisti e manager.

## 2. Il leverage nelle operazioni di project financing

Successivamente alla pubblicazione del teorema di Modigliani-Miller, si sviluppò un importante studio accademico sulla struttura finanziaria ottimale, intesa come ricerca di un equilibrio nel *trade-off* tra i vantaggi fiscali del ricorso al debito e gli svantaggi da “costi di bancarotta” (o costi del dissesto finanziario connesso all’aumento del grado di *leverage*). Tale ricerca è stata condotta attraverso un modello denominato *Static Trade-Off Model*.

Unitamente alla *Static Trade Off Theory*, anche la teoria dell’agenzia e la *Signalling Theory* hanno affrontato e approfondito il tema della struttura finanziaria di impresa e la ricerca di una leva “ideale”.

Di seguito sono illustrati i modelli citati.

### *Static Trade-Off Model*

Miller, nel Paper “*Debt and Taxes*” del 1977, osservava che è possibile determinare la struttura finanziaria ottimale come livello dell’indebitamento tale da compensare i vantaggi fiscali ed i maggiori costi indotti dall’incremento del rischio.<sup>90</sup>

In tale *Paper*, l’Autore introduce, alla teoria elaborata circa venti anni prima, elementi che contrappongono ai vantaggi fiscali gli svantaggi derivanti da un maggiore indebitamento.

All’aumentare del debito di finanziamento, si incrementa la probabilità che si determini uno stato di insolvenza con conseguenti

---

<sup>90</sup> Miller M. H., *Debt and taxes*, in “*Journal of finance*”, 32, 1977.

possibili costi di fallimento: aumenta cioè il costo atteso del fallimento, che può essere considerato come il prodotto tra la probabilità del fallimento e i costi diretti e indiretti ad esso associati.<sup>91</sup>

I costi diretti del fallimento sono definiti come la somma di tutti i costi che l'impresa sostiene al momento del fallimento. Tali costi includono le spese legali e amministrative, nonché gli interessi passivi sui debiti non onorati alla scadenza contrattuale.

I costi indiretti, che si manifestano prima del fallimento, sono quelli che si sostengono per il fatto che l'impresa è percepita come essere in una situazione di insolvenza o di dissesto finanziario dai clienti, che potrebbero, per varie ragioni, sospendere i propri acquisti, dai fornitori, i quali, per proteggersi dalla possibile inadempienza, richiederebbero termini più onerosi e dai possibili finanziatori (azionisti e investitori a titolo di prestito) sarebbero restii ad assumersi il rischio di una nuova iniziativa. Tutto ciò comporta un *capital rationing* e l'impossibilità per l'impresa di intraprendere progetti remunerativi.

Certo che, se risulta difficile quantificare i costi del fallimento, è, comunque, inevitabile che tali costi evidenziano il loro effetto sulla propensione dell'impresa ad indebitarsi.

Pertanto, il ricorso al debito finanziario presenta, da una parte, l'indubbio vantaggio della deducibilità degli interessi passivi e, dall'altra, determina il sorgere dei cosiddetti costi da fallimento.

Brealy, Cooper e Habib ed Esty hanno dimostrato come la tecnica del *project financing* sia in grado di ridurre il rischio atteso da *financial distress*, sia in termini di probabilità dell'accadimento dell'evento rischioso, sia in termini di entità dei costi di fallimento.<sup>92</sup>

Con riferimento al primo aspetto, infatti, si osserva che la segregazione economico-finanziaria riduce il cosiddetto *risk contamination*, che, invece può verificarsi nel *corporate finance*.

---

<sup>91</sup> Damodaran A., *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2001, pag. 294 e segg.

<sup>92</sup> Brealey A., Cooper A. I., Habib M. A., *op. cit.*.

Tale rischio consiste nella probabilità che difficoltà finanziarie dello *sponsor* a livello *corporate*, derivanti da altri progetti, possano ricadere sul progetto di investimento specifico e, viceversa che il fallimento, o comunque una difficoltà del progetto, possano danneggiare il *business* dell'impresa *sponsor*.

I costi di bancarotta sono, invece, ridotti in quanto, gli impieghi della società di progetto sono costituiti, per la maggior parte, da attività tangibili, che, pertanto, in sede di fallimento, non sono soggette ad elevate perdite di valore. Le minori probabilità dell'accadimento del *financial distress* e costi di bancarotta inferiori favoriscono e giustificano una leva finanziaria molto elevata.

Esty inoltre osserva che, come già illustrato, l'elevato effetto leva riduce le asimmetrie informative tra azionisti e creditori e, attraverso una completa stesura dei contratti, pone in essere un circolo virtuoso che si autoalimenta.<sup>93</sup>

#### *Teoria dell'agenzia: dividendi e claim dilution*

Attraverso i fondamenti della teoria dell'agenzia, si può studiare come la scelta di una specifica struttura finanziaria possa mitigare l'entità dei costi di agenzia.

In particolare, nell'ottica del finanziamento, il conflitto tra azionisti e obbligazionisti (finanziatori) può manifestarsi sia nella politica sui dividendi e che nella soluzione del problema della *claim dilution*.

Con riferimento al primo aspetto, in un'impresa che ha significative disponibilità liquide, ma pochi progetti da porre in essere, gli azionisti preferiscono che tali liquidità siano distribuite sotto forma di dividendi o attraverso l'acquisto di azioni proprie. La distribuzione potrebbe anche far aumentare il rischio di insolvenza dell'impresa e diminuire il valore dell'investimento obbligazionario per i finanziatori.

---

<sup>93</sup> Esty B., *Petrozuata: A Case Study of the Effective Use of Project finance*, in "Journal of Applied Finance", 12, 3.

Pertanto, la distribuzione di alti dividendi si traduce in una diminuzione di disponibilità liquide che potrebbero essere mantenute in azienda al fine di effettuare pagamenti sul debito, sia per il rimborso della quota capitale che per il pagamento degli oneri finanziari sul debito. Possibili soluzioni a tale conflitto sono connesse alla stesura di contratti di finanziamento che contengano delle clausole che limitano, appunto, la distribuzione di dividendi oltre una certa soglia (si nota come tali condizioni contrattuali sono sempre presenti nei contratti di finanziamento alla *project finance*, considerato anche il fatto che i finanziatori sono nella condizione, in virtù della segregazione dell'iniziativa dalle attività degli *sponsor*, di controllare efficacemente la gestione dei manager).<sup>94</sup>

Per *claim dilution* si intende la diminuzione dei diritti vantati dai creditori nei confronti dell'impresa per il rimborso dei finanziamenti concessi, causata dall'emissione, da parte dell'impresa, di ulteriori debiti con uguale o superiore priorità nei pagamenti.<sup>95</sup>

Se, pertanto, un'impresa emette nuovo debito con la stessa, o maggiore, *seniority* del vecchio debito, i diritti dei vecchi possessori del debito, si riducono.

Pertanto, la perdita dei vecchi possessori di debito, a causa della maggiore rischiosità dell'azienda, si traduce in un guadagno per gli azionisti.

L'individuazione delle menzionate fonti di conflitto tra azionisti e finanziatori consente di studiare quali sono i possibili strumenti per ridurre tali conflitti e, conseguentemente, i costi di agenzia ad essi associati. In particolare l'elevata leva finanziaria comporta un incentivo ad un efficiente utilizzo delle risorse finanziarie a disposizione, come conseguenza del rischio di incorrere nell'evento di *default*. Tale potere disciplinante del debito risulterà tanto più efficace nelle imprese che hanno elevato indebitamento.

---

<sup>94</sup>Jensen M. - Meckling W.(1976), *op.cit.*, Black F., Miller M. H., Posner R. A., *An approach to the Regulation of Bank Holding Companies*, Journal of Finance, 31.

<sup>95</sup>Jensen M. - Meckling W., *op. cit.*; Black F., Cox J., *Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions*, in "Journal of Finance", 31, 1976.

La teoria dell'agenzia, approfondendo il tema delle asimmetrie informative, ha condotto, a sua volta, all'elaborazione di due distinte teorie, note come la *Pecking Order Theory*, della quale si è già discusso, e della *Signalling Theory*.

### *Signalling Theory*

La *Signalling Theory* osserva che, nell'ambito dell'asimmetria informativa, il debito costituisce un importante meccanismo di segnalazione circa l'effettivo stato di salute dell'impresa.<sup>96</sup>

Poiché l'eventuale mancato pagamento delle rate previste dal contratto di prestito può comportare, talvolta, anche l'evento della bancarotta, allora, qualora il management sia in grado di ottenere elevati finanziamenti dal mercato del credito, lo stesso management, di fatto, è in grado di segnalare la fiducia nella capacità dell'impresa di adempiere alle obbligazioni contratte, ossia di produrre *cash flow* sufficienti a pagare il servizio del debito.

Inoltre, le imprese che hanno ottenuto elevati finanziamenti dalle aziende di credito, migliorano anche la loro reputazione verso clienti, fornitori e altri potenziali finanziatori nel capitale dell'impresa. Il motivo è da ricondursi al fatto che contrarre finanziamenti implica un controllo, talvolta molto penetrante, da parte dei soggetti finanziatori: tale fatto è un indicatore della "disponibilità" di trasparenza da parte del management nei confronti dei soggetti esterni alla struttura aziendale.<sup>97</sup>

---

<sup>96</sup> Tra gli Autori che hanno approfondito tale aspetto si ricordano: Diamond D., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in "Review of Economic Studies", 51, 1984; Leland H. E., Pyle D. H., *Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries*, in "Journal of Finance", 32, 1977; Ross S. A., *The determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach*, in "Journal of Economics", 8, 1977; Shah S, Takor A. V., *Optimal Capital Structure and Project finance*, in "Journal of Economic Theory", 42, 1987.

<sup>97</sup> Diamond D., *op. cit.*

In sintesi, incrementare il grado di *leverage* costituisce una possibilità per il management di segnalare all'esterno la capacità dell'impresa di produrre *cash flow* sufficienti a ripagare il debito, nonché di "avvertire" il mercato circa la disponibilità dell'impresa ad essere "controllata" da finanziatori esterni.<sup>98</sup>

I due fattori menzionati consentono, pertanto, una diminuzione dei costi da asimmetrie informative e, quindi, uno strumento per aumentare il valore dell'impresa.

Le conclusioni raggiunte nell'ambito di tale teoria, che si inserisce nel più ampio studio circa la struttura finanziaria ottimale di un'impresa, conducono a dimostrare come la struttura finanziaria sia rilevante ai fini del valore finale dell'investimento finanziato.

Nell'ambito della *Signalling Theory*, Shah e Takor, nel 1987, hanno sviluppato un modello di struttura finanziaria ottimale in funzione dell'esistenza di una tassazione a livello *corporate* e in presenza di asimmetrie informative.

Al fine di minimizzare i *signalling cost*, secondo i due Autori, i progetti più rischiosi devono essere incorporati in una entità autonoma. Il *project financing* permette di ridurre le asimmetrie informative; tale riduzione viene "compensata" da un costo per l'indebitamento più elevato rispetto a quello dell'impresa *sponsor*.

Pertanto gli Autori spiegano la capacità delle operazioni finanziate in una logica *project* di sostenere gradi di *leverage* più elevati rispetto quelle finanziate a livello *corporate*, come un effetto della riduzione delle asimmetrie informative e dei costi di segnalazione associati al debito, che si verifica quando progetti con un grado di rischio superiore a quello dell'impresa *sponsor* sono finanziati mediante il *project financing limited recourse*.<sup>99</sup>

---

<sup>98</sup> Chemmanur e John hanno, al riguardo, elaborato un modello basato sui benefici del controllo in una operazione di *project financing*. Si rimanda a Chemmanur T. J., John K., *Optimal Incorporation, Structure of Debt Contracts and Limited Recourse Project Finance*, in "Journal of Financial Intermediation", 5, 1996.

<sup>99</sup> Shah S, Takor A. V., *op. cit.*.

### 3. Il Security package

Una delle caratteristiche essenziali del *project financing* è la complessa architettura contrattuale, denominata *security package*, che ha il fine ultimo di allocare i ritorni finanziari e i rischi in maniera più efficiente di una struttura finanziaria tradizionale.

La distribuzione dei rischi nel modo più efficiente possibile viene attuata attraverso la redazione di contratti tra l'entità autonoma e quel soggetto che, interessato in diverso modo alla realizzazione dell'investimento, è in grado, nel miglior modo possibile, di controllare e gestire quella porzione di rischio. La distribuzione del rischio rappresenta la risposta "operativa" alla necessità di elevato indebitamento della società di progetto.<sup>100</sup>

La finalità di ripartizione del rischio, conseguita attraverso un appropriato *security package*, consente di incentivare adeguatamente gli attori che prendono parte all'iniziativa. I meccanismi di incentivazione rappresentano uno strumento attraverso il quale l'agente è "costretto" a perseguire gli stessi obiettivi del principale, perché, di fatto, ne condivide il rischio.

Un esempio in tal senso può chiarire quanto riportato: i contratti *take or pay* possono essere interpretati, in una ottica di agenzia, come una forma di incentivazione dei futuri clienti della società veicolo di studiare con attenzione l'evoluzione del mercato di riferimento nonché le possibili azioni da porre in essere per minimizzare tale rischio di mercato.

Secondo Brealy Coopers Habib, il *project financing* consente di ridurre i costi dei contratti "incompleti". Sul piano razionale un sistema di contratti non può che essere incompleto, intendendo per incompletezza il permanere di eventi che le parti del contratto non

---

<sup>100</sup> Brealey R. A., Cooper A. I., Habib M. A., *Using Project finance to fund Infrastructure Investment*, in "Journal of Applied Corporate Finance", 9, 3, 1996; Esty B., *op. cit.*. Finnerty J. D., *op. cit.*.

possono prevedere o non possono regolare perché, ciò, risulterebbe eccessivamente costoso.<sup>101</sup>

L'impossibilità di scrivere contratti completi (o di strutturare un'architettura completa *ad hoc*) fa sorgere dei conflitti: i cosiddetti potenziali comportamenti opportunistici (la selezione avversa e l'azzardo morale) derivanti dalle asimmetrie informative.

I soggetti in grado di attivare comportamenti opportunistici, minacciando la capacità dell'impresa di generare i flussi di cassa necessari al servizio del debito, sono coloro che forniscono input specifici o costituiscono gli unici acquirenti del prodotto/servizio erogato.<sup>102</sup>

Tali problemi di agenzia sono superati dalla società veicolo, attraverso la redazione di contratti a lungo termine, la cui *duration* dovrebbe aumentare quando cresca la specificità degli *assets*.

L'elevato indebitamento rafforza l'efficacia dei contratti e riduce il rilievo dell'incompletezza di questi ultimi.<sup>103</sup> Gli accordi di natura finanziaria e contrattuale che intercorrono tra i soggetti coinvolti nel progetto (promotori, banche, fornitori, clienti) rappresentano un insieme interrelato ed armonico che costituisce elemento essenziale per la bancabilità dell'iniziativa.<sup>104</sup>

Il complesso degli accordi mira, di fatto, a neutralizzare tutti quei rischi che possono causare uno scostamento tra il *cash flow* previsionale e quello effettivo. E' infatti, sulla base dell'effettivo rispetto dei *cash flow* previsionali che vengono strutturati e concessi i finanziamenti: la distribuzione dei rischi dell'operazione tra i vari soggetti del *project financing* consente, infatti, di ricondurli a una misura accettabile per i finanziatori a titolo di capitale di credito.

---

<sup>101</sup> Brealey R. A., Cooper A. I., Habib M. A., *op. cit.*.

<sup>102</sup> Esty B., *Return on project-financed investments: evolution and managerial implication*, Journal of Applied Corporate Finance, Spring, 2002.

<sup>103</sup> Brealey R. A., Cooper A. I., Habib M. A., *op. cit.*.

<sup>104</sup> De Sury P., *op. cit.*.

## Capitolo terzo

### Il quadro giuridico del project financing e i modelli di segregazione

#### 1. Il quadro giuridico del project financing in Italia

Il fenomeno del *project financing*, che, come già evidenziato, viene considerato da molti autori una forma alternativa di finanziamento rispetto a quella tradizionale del *corporate finance*, non è, a livello giuridico nazionale, riconosciuto e disciplinato come fattispecie autonoma.

La normativa italiana interviene, limitatamente alla realizzazione di opere pubbliche e di interesse pubblico, a creare alcune condizioni di base, disciplinando di tale fenomeno solo la fase propositiva del promotore e la fase della concessione di costruzione e gestione. Vengono poi disciplinate ulteriori condizioni che, seppur necessarie nell'ambito dei lavori pubblici, non giovano in alcun modo a descrivere il fenomeno in esame.

Gli articoli del Codice dei lavori pubblici che, si ritiene, contengano la disciplina italiana del *project financing*, oltreché non descrivere il fenomeno, non lo menzionano neppure.

Tuttavia non ci si può esimere dall'affrontare un altro aspetto che sembra, ad una prima lettura, utile al fine di definire il *project finance*. Si ritiene che, in Italia, la disciplina positiva sul *project finance* sia stata introdotta con la Legge 415/1998, c.d. Legge Merloni-ter, che, come noto, ha aggiunto gli articoli dal 37-bis al 37-nonies nella Legge Quadro sui Lavori Pubblici (L. 11 febbraio 109/1994).

La Merloni-ter, che ha previsto una disciplina generale, non si riferisce espressamente alla "finanza di progetto" ma, per utilizzare l'espressione impiegata dal legislatore, "per la realizzazione di opere pubbliche senza oneri finanziari per la pubblica amministrazione".

Tale legge disciplina una concessione per la costruzione e gestione di un'opera a favore del soggetto realizzatore su terreno di proprietà pubblica, dato in concessione d'uso. In cambio del terreno e degli utili di gestione, il soggetto privato si accolla le spese di realizzazione.

In sintesi, attraverso l'iniziativa di un promotore privato si individuano quelle opere che possono essere eseguite con finanziamento privato e il cui costo, non sostenuto dalla pubblica amministrazione, viene recuperato dal privato attraverso i flussi reddituali connessi all'utilizzazione dell'opera.

Alla legge n. 415/1998 ha fatto seguito la legge 1 agosto 2002 n. 166 (cd. legge Merloni-*quater*), che ha introdotto nella disciplina in esame fattori di flessibilità al fine di favorire l'impiego dell'istituto incentivando l'iniziativa del privato (ad es. ampliando il numero dei potenziali soggetti promotori e abolendo il limite temporale di durata della concessione, fissato originariamente in trenta anni).<sup>105</sup>

Successivamente, il legislatore nazionale, al fine di adeguarsi alle osservazioni formulate dalla Commissione Europea, ha introdotto delle modifiche alla normativa in esame concernenti il contenuto dell'avviso pubblico che le Amministrazioni committenti sono tenute a pubblicare per indicare quali opere possono realizzarsi con capitali privati.

Da ultimo, il Codice dei contratti pubblici (decreto legislativo n. 163 del 2006, in vigore dal 1° luglio 2006) ha riunito in un unico corpo le disposizioni sulla contrattazione pubblica, riscrivendo la disciplina nazionale delle opere pubbliche, abrogando tutte le leggi precedenti sul tema in esame. Tuttavia la sostanza della normativa, per quanto riguarda la disciplina sulla finanza di progetto, è rimasta immutata.<sup>106</sup>

---

<sup>105</sup> Per approfondimenti si rimanda a Bernardini A., *Le modifiche apportate alla "Legge Merloni" dalla legge 1 agosto 2002, n. 166*, in "Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza", 2002, pag. 2147 e segg..

<sup>106</sup> Decreto Legislativo 12 aprile 2006 n. 163, Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE.

Sovente si è connesso il fenomeno della finanza di progetto anche alla normativa sulle grandi opere riconducibile alla legge 2001, n. 443 “Delega al Governo in materia di infrastrutture ed insediamenti produttivi strategici ed altri interventi per il rilancio delle attività produttive”.<sup>107</sup> La Legge 443/2001, che si pone l’obiettivo di rendere più veloce la realizzazione di infrastrutture considerate di carattere strategico (appunto, le c.d. “grandi opere”), rimanda, infatti, pur con deroghe, agli art. 37 *bis* e segg. della Legge Quadro dei Lavori Pubblici (quelli, appunto, che trattano del *project finance* in ambito pubblicistico).<sup>108</sup>

Il *project finance*, tuttavia, così come introdotto e modificato dalla Legge quadro sui lavori pubblici, non è stato riconosciuto e disciplinato come fattispecie autonoma: il dato normativo non giova in alcun modo a descrivere o identificare il fenomeno.

Il d. lgs. 163/2006 disciplina, in ambito pubblicistico, solamente alcune condizioni di base per la realizzazione di opere pubbliche senza oneri finanziari per la pubblica amministrazione.

Il fatto che, tuttavia, generalmente, si parli di *project financing* con riferimento agli art. 153 e segg. del Codice dei contratti pubblici conduce al rischio che nel nostro ordinamento per *project financing* si giunga ad intendere esclusivamente una particolare e specifica tipologia (quella pubblicistica) di quello che è un fenomeno assai più vasto e articolato.

---

<sup>107</sup> Legge 443/2001 “Delega al Governo in materia di infrastrutture ed insediamenti produttivi strategici ed altri interventi per il rilancio delle attività produttive”, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 299 del 27 dicembre 2001, Suppl. Ordinario n. 279. Per ulteriori approfondimenti si rimanda, inoltre, al d. lgs. 190 del 20 agosto 2002 “Attuazione della legge 21 dicembre 2001, n. 443, per la realizzazione delle infrastrutture e degli insediamenti produttivi strategici e di interesse nazionale” pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 199 del 26 agosto 2002 - Supplemento Ordinario n. 174.

<sup>108</sup> In base alla nuova normativa, le “grandi opere” possono essere realizzate o tramite la tradizionale concessione di lavori pubblici o tramite l’affidamento unitario dei lavori a un contraente generale (cd. *general contractor*); quest’ultimo si differenzia principalmente dal concessionario perché è incaricato della costruzione dell’opera e dell’assunzione dell’onere relativo all’anticipazione temporale del finanziamento necessario, ma non anche della gestione dell’opera realizzata.

Il *project financing*, infatti, può essere utilizzato sia per realizzare investimenti infrastrutturali in ambito pubblicistico, sia progetti imprenditoriali di ambito strettamente privatistico.<sup>109</sup> Nel presente lavoro, in effetti, si vuole mettere luce sulla possibilità di utilizzare tale strumento non solo nel ristretto ambito dei lavori pubblici ma in un terreno di applicazione più ampio ed esteso.<sup>110</sup>

All'interno dei sistemi giuridici di *civil law*, la strutturazione di una operazione di *project finance* diventa un esercizio di ricerca di istituti del diritto, in grado, armonicamente e sistematicamente combinati, di raggiungere gli scopi propri della finanza di progetto. Tale esercizio non è facile, in quanto richiede l'utilizzo di strumenti e di concetti nati in contesti lontani dalla finanza di progetto sia dal punto di vista economico e finanziario sia dal punto di vista della cultura giuridica.<sup>111</sup>

Nel presente lavoro, il tema del *project financing* è affrontato in un'ottica ampia: non solo come fenomeno limitato esclusivamente all'ambito dei lavori pubblici, ma esteso anche ad un ambito di applicazione privatistico.<sup>112</sup>

Lo studio intende esaminare i possibili istituti giuridici, attualmente previsti nel nostro ordinamento, funzionali a strutturare una operazione di *project financing*. Esso viene condotto attraverso una

---

<sup>109</sup> In tal senso Gatti, che distingue progetti nati e sviluppati esclusivamente in ambito privato da quelli che riguardano opere pubbliche. Per i primi, il successo dipende esclusivamente dalla capacità dell'iniziativa di generare flussi di cassa sufficienti al ripagamento del servizio del debito e alla remunerazione degli azionisti; per i secondi, il buon esito dipende soprattutto dalla gestione efficiente del rapporto con la Pubblica amministrazione. Il ruolo della Pubblica amministrazione si fonda solitamente sulla base del contratto di concessione per la costruzione e/o gestione (si veda Gatti S., *Manuale di project financing*, Bancaria Editrice, Roma, 1999).

<sup>110</sup> Storicamente, come già accennato, il *project financing* è nato come una tecnica che coinvolgeva prevalentemente soggetti del settore privato: in particolare, per la prima volta, esso fu impiegato nei settori dell'estrazione petrolifera e nel settore della produzione dell'energia elettrica.

<sup>111</sup> Gatti S., *Manuale del project finance*, Bancaria Editrice, 2006, Roma.

<sup>112</sup> Presilla S., *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 di legislazione dottrina e giurisprudenza", 2004, volume 78, pag. 2018-2113.

analisi che consente di comparare i diversi istituti individuati attraverso gli elementi distintivi le operazioni di *project financing*.

## **2. La società di progetto e gli elementi distintivi della società di progetto**

Nella definizione comparsa nel 1980 nell'*Harvard Business Review*, Wynant, come già richiamato, definisce il *project financing* come “*the financing of a major independent capital investment that the sponsoring company has segregated from its assets and general purpose obligations*”.<sup>113</sup>

La definizione sopra proposta evidenzia come la caratteristica strutturale essenziale di tali operazioni sia la segregazione del progetto di investimento dalle attività e dalle passività dell'impresa considerata.

Tale isolamento è denominato, in linguaggio anglosassone, *ring fence*.<sup>114</sup>

Sia gli *sponsor* che i soggetti finanziatori beneficiano degli effetti da segregazione.

Il *ring fence* consente di realizzare un modulo organizzativo, il cui obiettivo esclusivo è limitato alla realizzazione e gestione dell'operazione, tipicamente caratterizzato da un regime giuridico di responsabilità limitata dei soggetti promotori.

L'isolamento economico e giuridico del progetto dagli *sponsor* consente di imporre un vincolo di destinazione e intangibilità a favore dei finanziatori sia sui beni della società di progetto che sui flussi di cassa generati dallo stesso, senza alcuna “contaminazione” con le altre attività economiche e finanziarie riferibili ai promotori.

---

<sup>113</sup> Wynant L., *Essential elements of project financing*, in “Harvard Business Review”, May/June 1980.

<sup>114</sup> Carrière definisce il *ring fence* come quella situazione di isolamento reciproco tra i rischi e le responsabilità che fanno capo al “progetto” e quelli che fanno capo ai suoi *sponsor*. Vedi Carrière P., *op. cit.*, pag. 91.

Pertanto l'eventuale fallimento del progetto coinvolge solo il capitale che gli *sponsor* hanno investito nel progetto e non si estende all'intero patrimonio attribuibile agli *sponsor*.

Con riferimento ai promotori dell'iniziativa, il *ring fence* si traduce nella limitazione della responsabilità degli *sponsor* al capitale conferito nella *special purpose vehicle*. Inoltre, attraverso lo strumento della segregazione, l'indebitamento concesso dai finanziatori per lo svolgimento dell'iniziativa non appare nel bilancio degli *sponsor* dell'iniziativa: essi, pertanto, non vedono peggiorare i loro "ratios" di bilancio e potranno attingere ad altri finanziamenti.<sup>115</sup>

Con riferimento ai finanziatori dell'iniziativa, l'isolamento permette di annullare il *contamination risk* tra più progetti realizzati dal medesimo soggetto, cioè la probabilità che l'evento connesso al *default* di un determinato progetto produca conseguenze anche sul fallimento degli altri progetti. Il meccanismo dell'isolamento rende, altresì, più efficace il controllo dei finanziatori sulla gestione di uno specifico progetto.

Al riguardo, è stato dimostrato come l'incorporazione di una nuova iniziativa in una entità separata risulti ottimale quando tra il nuovo progetto e le attività correnti degli *sponsor* esista perfetta correlazione positiva (in sostanza, quando non sussiste alcun beneficio "da diversificazione"). In tal caso, come già illustrato, la segregazione consente di risolvere il problema connesso all'*under-investment* secondo Myers e di eliminare gli altri costi costituiti dall'*asset substitution problem* e dal sottoinvestimento alla Myers-Majluf.<sup>116</sup>

In sintesi, l'essenza stessa del *project finance* è rappresentata dalla separazione tra l'azienda *sponsor* e la nuova iniziativa industriale da intraprendere.

Tale separazione si concretizza, generalmente, attraverso la costituzione di una unità economica *ad hoc* che "incorpora" il

---

<sup>115</sup> Per un'analisi dettagliata sui profili economico-contabili della segregazione si rimanda al paragrafo 2.3 *La società di progetto e il ring fence*.

<sup>116</sup> Bozzi S., *op. cit.*, pag. 75.

progetto, la *special purpose vehicle* (o SPV), la quale, come centro autonomo giuridico e finanziario del progetto, è la destinataria del finanziamento da parte delle banche e degli *sponsor*.<sup>117</sup> Il centro “autonomo” si traduce, generalmente, in un nuovo soggetto giuridico, il cui oggetto sociale consiste nella realizzazione e nella gestione del progetto.

Di seguito si cerca di indagare su quali siano i possibili strumenti che l’ordinamento giuridico “mette a disposizione” degli operatori per strutturare una operazione secondo la logica “*project*”.

Come già evidenziato è la logica che sottende il *project financing* ad implicare una separazione giuridica ed economica di generale isolamento reciproco dei rischi e delle responsabilità relativi al “progetto” da quelli che fanno capo agli *sponsor*/promotori. In tal modo l’eventuale fallimento del progetto non intacca in alcun modo il patrimonio dei singoli promotori e le situazioni patologiche che possono interessare gli *sponsor* non si propagano al progetto.<sup>118</sup>

Generalmente detto obiettivo è perseguito attraverso la realizzazione di un’entità che, centro di imputazione giuridica autonomo nelle operazioni di *project financing*, è rappresentata da una società (la cosiddetta società veicolo).

La costituzione di una società non è strettamente necessaria.<sup>119</sup>

La normativa pubblicistica italiana in tema di lavori pubblici non statuisce l’obbligo di costituzione di una società di progetto: con riferimento a questo specifico aspetto, si limita a statuire, all’art. 156 del d. lgs. 163/2006, che il bando di gara deve prevedere la facoltà dell’aggiudicatario di trasferire la concessione in capo a una società creata *ad hoc* (la società di progetto) da costituirsi nella forma della società per azioni o società a responsabilità limitata, anche consortile.

---

<sup>117</sup> Sulle forme che la *special purpose vehicle* può assumere nel contesto giuridico italiano si rimanda alla seconda parte del lavoro.

<sup>118</sup> In tal senso si vedano Carrière P., *op. cit.*, pag. 7; Imperatori G., *op. cit.*, pp. 47 ss.; Paglietti C., *Profili civilistici del project financing*, in “Nuova Giurisprudenza Civile Commentata”, 2003, II, CEDAM, pp. 283 ss.

<sup>119</sup> Sui tratti essenziali delle operazioni di *project financing* si rimanda alla prima parte del lavoro.

Pertanto, anche ai fini della normativa pubblicistica, la costituzione di una società *ad hoc* non è un elemento necessario perché si possa parlare, appunto, di finanza di progetto.<sup>120</sup>

La ragione per cui è diffusa nella prassi il ricorso a un veicolo societario, tipicamente caratterizzato da un regime giuridico di responsabilità limitata dei soci e il cui oggetto sociale è generalmente limitato alla realizzazione e gestione del progetto, è essenzialmente riconducibile al fatto che la società di progetto è una entità giuridicamente, economicamente, finanziariamente e contabilmente distinta dai soggetti promotori dell'iniziativa.

Con riferimento al primo profilo caratterizzante le operazioni di *project financing*, la segregazione delle attività e dei cash flow del progetto, si rileva che la costituzione di una società *ad hoc* consente di separare i flussi assorbiti e generati dal progetto, nonché le attività della società veicolo, da quelli del promotore: ciò consente al finanziatore di applicare rigorose formule di controllo sull'andamento dell'affare.

La separazione mostra, poi, la piena efficacia in caso di cattivo andamento dell'affare o di fallimento della società *sponsor*: l'eventuale fallimento del progetto investe solo il capitale di rischio apportato dagli *sponsor* e non si estende, in virtù dell'art. 2740 c.c., all'intero patrimonio dei soci; viceversa eventuali situazioni patologiche degli *sponsor* non si propagano alla società di progetto. Se lo *sponsor* decidesse di realizzare la nuova iniziativa attraverso una struttura giuridica preesistente, potrebbe emergere una situazione di pericolo per il rimborso del finanziamento in virtù dell'art. 2740 del c.c., il quale dispone che *un debitore risponde dell'adempimento delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri e non sono ammesse limitazioni della responsabilità al di fuori di quelle stabilite per legge*.

---

<sup>120</sup> Carrière P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in "Rivista della società", 2003, p. 1034.

Applicando tale disposizione al *project financing*, si profila il rischio che attività estranee al progetto, anche pregresse, ma comunque riferibili alla società preesistente, possano originare passività che incidono sul patrimonio e sulla continuazione dell'iniziativa in *project financing*.

La costituzione di una società ad hoc permette, altresì, la separazione dal punto di vista contabile: il finanziamento della società veicolo non inficia la capacità di indebitamento dello *sponsor*; il *ring fence* consente, entro certi limiti, di non far gravare la situazione di fisiologico indebitamento che caratterizza la struttura finanziaria della società di progetto sui bilanci dello *sponsor* (cosiddetto “deconsolidamento” o *off-balance sheet financing*).

In effetti, nel bilancio di esercizio della società *sponsor*, l'effetto contabile della costituzione della società veicolo è rappresentato dall'iscrizione della partecipazione nel patrimonio netto della società veicolo: pertanto l'indebitamento che caratterizza la struttura finanziaria della società di progetto non grava sul bilancio di esercizio dello *sponsor*.

Tuttavia, contrariamente a quanto in genere si riscontra nei testi sulla finanza di progetto, la possibilità di un effettivo deconsolidamento deve condursi anche alla luce della normativa vigente sul bilancio consolidato al fine di verificare se la società di progetto possa qualificarsi come società controllata (o sottoposta alla sua influenza dominante) e, quindi, “consolidata” nel bilancio di gruppo.

A tal fine occorre riferirsi al d. lgs 127/91 e al principio contabile nazionale 17.<sup>121</sup>

L'art. 25 del d. lgs. 127/91 stabilisce che il bilancio consolidato debba essere redatto dalle società che controllano, direttamente o indirettamente, un'impresa.

L'art. 26 precisa la nozione di controllo rinviando al numero 1 (controllo di diritto) e al numero 2 (controllo di fatto) del 1° comma

---

<sup>121</sup> Documento n. 17 dei principi contabili *Il bilancio consolidato*, Roma, 2005.

dell'art. 2359 c.c..<sup>122</sup> Lo stesso articolo 26 prevede inoltre che sono in ogni caso considerate controllate:

- le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole;
- le imprese in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto.

Ai fini dell'applicazione del comma precedente si considerano anche i diritti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persone interposte; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi.<sup>123</sup>

Se, quindi, la società veicolo presenta i requisiti per essere qualificata una società controllata, direttamente o indirettamente, dalla società *sponsor*, allora le attività e le passività della società veicolo sono consolidate nel bilancio di gruppo della società *sponsor*.

Limitatamente alla redazione del bilancio consolidato, quindi, viene meno l'effetto del deconsolidamento della struttura finanziaria della società veicolo sul bilancio di gruppo dello sponsor.

Inoltre, il modulo organizzativo della società di progetto risulta strumentale alla realizzazione di concentrare in un unico centro di

---

<sup>122</sup> Sono considerate società controllate:

- 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
- 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
- 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Ai fini dell'applicazione dei numeri (1) e (2) si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto di terzi.

Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati.

<sup>123</sup> Si rimanda al Documento n. 17 dei principi contabili *Il bilancio consolidato* per ulteriori approfondimenti circa le quattro ipotesi di controllo ai fini dell'individuazione delle imprese che rientrano nell'area di consolidamento.

imputazione ogni rapporto giuridico che possa interessare e coinvolgere il progetto. La società di progetto diventa, quindi, la controparte contrattuale degli accordi perfezionati con tutti gli altri soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nell'iniziativa (come ad esempio, i finanziatori, i promotori, gli appaltatori, l'ente concedente, gli utenti finali del prodotto/servizio).

Come già accennato, i rapporti contrattuali della società di progetto, che, unitamente alle altre garanzie reali di rivalsa si compongono nel *security package*, rappresentano uno strumento efficace per gestire e allocare i molteplici rischi che si delineano in una operazione di *project financing* fra i soggetti, che, per le loro capacità e professionalità, meglio sono in grado di gestire (e minimizzare) lo specifico rischio trasferito.

Per ultimo, la società veicolo è nelle condizioni, in virtù del *risk spreading* realizzato attraverso il complesso sistema contrattuale (il cosiddetto *security package*), di raggiungere elevati livelli di *leverage*, che le consentono di avere accesso a finanziamenti di elevata entità.

Abbiamo già osservato nella prima parte del lavoro le motivazioni elaborate dalle teorie finanziarie che spiegano come il *project financing*, attraverso l'incremento del quoziente di indebitamento, sia una tecnica in grado di ridurre i costi relativi all'incompletezza dei contratti e alla presenza di asimmetrie informative, nonché quelli del dissesto finanziario e del *free cash flow problem*.

La riduzione dei costi delle imperfezioni del mercato è connessa, principalmente, come già osservato, al vantaggio connesso all'autonomia economico-patrimoniale della società veicolo nonché al *security package*.

Sono queste le caratteristiche peculiari del *project financing* che, collegate l'un l'altra, consentono di raggiungere elevati livelli di indebitamento.

Il merito di credito dell'operazione deriva, infatti, dalle prospettive attese di redditività del progetto e non dalle tradizionali forme di garanzia patrimoniale.

I futuri cash flow prodotti dal progetto costituiscono, generalmente, la garanzia per i finanziatori di essere rimborsati del finanziamento

erogato. I finanziatori, al fine di assicurarsi il puntuale rispetto di tali ipotesi, prevedono una serie dettagliate condizioni contrattuali che, armonizzate e coordinate, costituiscono il *security package*.

Pertanto l'elevato livello di indebitamento è strettamente collegato, da una parte, alla natura *self-liquidating* del progetto, e, dall'altra, dal *security package* che rende la natura auto-liquidante del progetto il meno rischiosa possibile.

I fattori evidenziati, oltre a rappresentare gli elementi distintivi di un'operazione di *project financing*, così come illustrato nella prima parte del lavoro, spiegano il motivo per cui, nella prassi, si faccia così ampio ricorso al modello societario.

In sintesi i fattori individuati sono: la segregazione delle attività e dei cash flow, gli effetti nel bilancio dello sponsor della costituzione della società veicolo, l'elevato livello di *leverage*, nonché il *security package*. Tali elementi costituiranno quelli sulla base dei quali si procederà a valutare l'efficacia di altri modelli organizzativi strumentali alla realizzazione di una operazione di *project financing* rispetto al modello tradizionale della società veicolo.

Esistono, infatti, ulteriori moduli potenzialmente utilizzabili in ambito *project*, seppur, generalmente, il modello societario risulti, ad oggi, il più diffuso per l'applicazione della logica sottesa al fenomeno economico del *project financing*, volta a garantire l'isolamento dei rischi e delle responsabilità tra società di progetto e *sponsor*, secondo il principio del *ring fence*.

La riforma del diritto societario, tuttavia, impone agli studiosi e a coloro che, a vario titolo, sono coinvolti nella realizzazione di operazioni in *project financing*, una riflessione circa la possibilità di raggiungere l'obiettivo del *ring fence* mediante il ricorso a differenti schemi giuridici.

Gli istituti giuridici che si intende esaminare nel presente lavoro, attraverso i quali si ritiene possibile raggiungere la finalità del *ring fence* sono, il patrimonio destinato e il finanziamento destinato.

L'analisi comparativa comprende, altresì, lo schema del *trust*, istituto comunque idoneo al raggiungimento della segregazione patrimoniale.

Il patrimonio destinato, il finanziamento destinato e il *trust* saranno analizzati attraverso un confronto condotto sulla base delle variabili che sono state individuate come peculiari delle operazioni di *project financing*, al fine di valutare i vantaggi e gli svantaggi dei diversi modelli organizzativi individuati, nelle operazioni di finanza di progetto.

I risultati di tale analisi non condurranno all'individuazione di un modulo organizzativo efficiente "in assoluto" nel tempo e nello spazio.

Ci si propone di indagare su quelle variabili che, caratterizzanti uno specifico progetto (quali ad esempio la dimensione, il settore tecnico di applicazione, la natura pubblica o privata dell'operazione), evidenziano, di volta in volta, le criticità e le potenzialità di un istituto rispetto ad un altro al fine di una migliore funzionalità della strutturazione di una operazione di *project financing*.

Prima di procedere a tale confronto, occorre delineare il quadro giuridico degli istituti che si intendono esaminare. Si premette che si procede, in questa sede, a descrivere i profili essenziali dei modelli proposti, al fine di illustrare quegli aspetti normativi basilari che li disciplinano; nella parte successiva si approfondirà come i tratti che sono stati individuati essere peculiari del *project financing* (la segregazione delle attività e dei *cash flows* dell'iniziativa dalle vicende degli *sponsor*, gli effetti sul bilancio del promotore, il grado di leva utilizzabile, il *security package*) si atteggiano e si conformano nei detti istituti. Tale analisi è propedeutica per condurre una analisi di confronto tra i vari modelli individuati.

I moduli organizzativi su cui verrà condotto il confronto sono:

- i patrimoni destinati;
- i finanziamenti destinati;
- il *trust*.

La ragione di tale ricerca è da individuarsi nelle caratteristiche essenziali della finanza di progetto: l'approccio alla realizzazione di

un *project financing* deve sempre tenere conto delle condizioni e del luogo in cui tale progetto è realizzato e gestito.

La strutturazione di una operazione di project finance deve sempre tener conto della realtà normativa, politica ed economica, in cui questa si concretizza.

Non esiste un modello unico per la corretta realizzazione di una operazione di *project financing* e l'approccio che si dovrebbe più correttamente tenere, è appunto quello di analizzare, in relazione alle condizioni e alla realtà in cui ci si trova ad operare, gli strumenti e i meccanismi che, di volta in volta, risultano essere i più funzionali a una efficace gestione dello specifico progetto.

Le riflessioni del presente lavoro intendono contribuire al dibattito circa i possibili modelli alternativi alla costituzione della società veicolo, che possono essere adottati nelle operazioni di *project financing*.

### **3. Il patrimonio destinato: la disciplina e la *ratio***

I patrimoni destinati ad uno specifico affare e i finanziamenti destinati, introdotti nell'ordinamento civilistico con la riforma del diritto societario, sono disciplinati dagli articoli 2447*bis*-2447*decies* del codice civile (in particolare ai patrimoni destinati sono dedicati gli articoli dal 2447-*ter* al 2447-*novies*, i finanziamenti destinati sono disciplinati dall'art. 2447*decies*).<sup>124</sup>

L'intento del legislatore italiano, che ha dato attuazione alle previsioni contenute nella legge delega, ha introdotto due modelli che, pur accomunati dal profilo della separazione creata nell'ambito di un

---

<sup>124</sup> In questo senso si esprime la Relazione al d. lgs. 6/2003: "La Delega ha previsto un istituto del tutto nuovo nell'ambito della disciplina della società per azioni; il testo della delega ne ha consentito una attuazione secondo due modelli...". La Relazione accompagnatoria al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366" è riportata in Rivista delle Società, gennaio-febbraio 2003, pag. 112 e segg..

patrimonio facente capo ad un unico soggetto, la società per azioni, si differenziano comunque per funzionalità e disciplina.<sup>125</sup> I modelli sono soliti definirsi, nell'ampia letteratura a questi dedicata, come modello "patrimoniale" (o "industriale", o ancora "operativo"), generalmente denominato "patrimonio destinato", e modello "finanziario", conosciuto come "finanziamento destinato".<sup>126</sup>

Il carattere identificativo e comune dei due istituti è costituito dall'opponibilità ai terzi del vincolo di destinazione sul patrimonio "dedicato" (l'oggetto di tale opponibilità è diverso nelle due fattispecie) e dal regime di responsabilità per le obbligazioni nate per la realizzazione dell'affare.<sup>127</sup>

Limitatamente ai patrimoni destinati, intendendo con tale espressione il cosiddetto modello "operativo", che qui si intende esaminare, l'art. 2447bis prevede che la società per azioni può costituire uno o più patrimoni separati ciascuno dei quali destinati ad uno specifico affare. L'istituto dei patrimoni, che trova rarissima applicazione negli ordinamenti stranieri, rappresenta certamente una delle novità più rilevanti introdotte con la Riforma del diritto societario.<sup>128</sup>

Il patrimonio destinato è oggetto di una specifica disciplina che, sulla falsariga di quella che dà origine a una società, stabilisce la competenza alla costituzione e le forme di pubblicità dello stesso, i

---

<sup>125</sup> Il comma 4, lett. b), dell'art. 4 della legge delega n. 366/2001, dedicato alle società per azioni, dispone che i decreti legislativi di attuazione consentano alle società di costituire "...patrimoni dedicati ad uno specifico affare, determinandone condizioni, limiti, e modalità di rendicontazione, con la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione ad esso; prevedere adeguate forme di pubblicità; disciplinare il regime di responsabilità per le obbligazioni riguardanti detti patrimoni e la relativa insolvenza."

<sup>126</sup> La Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè Editore, 2007, pag. 5; Dell'Atti A., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, n. 4, 2005, [www.ea2000.it](http://www.ea2000.it).

<sup>127</sup> Giannelli G., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in AA. VV., *Società di capitali: Commentario*, a cura di Niccolini G., Stagno D'Alcontres A., II, (artt. 2389-2448); pag. 1210 e segg..

<sup>128</sup> Strumenti simili ai patrimoni destinati si riscontrano nelle cosiddette *offshore jurisdiction*. Si rimanda a Arlt R., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane*, in "Contratto e impresa", 2004, p. 323. Nel senso che la fattispecie dei "patrimoni destinati" non è del tutto nuova per il nostro ordinamento (i riferimenti sono alla disciplina delle SIM e delle società per la cartolarizzazione dei crediti), si rimanda a Di Sabato F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari*, in "Banca, borsa e titoli di credito", n. 1, 2004, pag. 16.

diritti dei creditori, i libri obbligatori, il bilancio, i poteri dei possessori degli strumenti finanziari eventualmente emessi, il rendiconto finale. Si tratta di una disciplina che ripropone l'intera vita di una società ed evidenti emergono le similarità con le norme che disciplinano una struttura societaria.<sup>129</sup>

La Relazione accompagnatoria al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 descrive la fattispecie del patrimonio destinato come “individuazione all'interno del patrimonio della società, di una parte di questo, la sua separazione giuridica dall'intero, e la sua destinazione ad uno specifico affare, una particolare operazione economica.”

Il patrimonio destinato consente, quindi, la separazione giuridica di una parte del patrimonio dall'intero patrimonio sociale, imprimendo su di esso un vincolo di destinazione, rappresentato, appunto, dallo svolgimento di uno specifico affare. Si creano, pertanto, due masse patrimoniali distinte (il patrimonio destinato e il patrimonio residuo), le quali, determinano, a loro volta, la separazione del ceto creditorio in due classi: i creditori speciali (dell'affare) e i creditori generali.<sup>130</sup>

I primi sono coloro che possono rivalersi esclusivamente sui beni del patrimonio sui quali è stato impresso il vincolo di destinazione.<sup>131</sup> I secondi possono far valere le proprie pretese creditorie sul patrimonio

---

<sup>129</sup> Associazione Preite, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Olivieri G., Presti G., Vella F., Bologna, Il Mulino, 2003, pag. 5.

<sup>130</sup> Per le prime riflessioni in dottrina sui patrimoni destinati v. Colombo G. E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in “Banca, borsa e titoli di credito”, I, 2004; Di Sabato F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in “Le Società”, 2002, p. 665; Ferro-Luzzi P., *I patrimoni “dedicati” e i “gruppi” nella riforma societaria*, in “Rivista Notarile”, 2001, I, p. 250; Ferro-Luzzi P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in “Rivista delle Società”, 2002, p. 121; Fimmanò F., *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in “Le Società”, 2002, p. 960; Zoppini A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in “Rivista di Diritto Civile”, 2002, I, p. 545.

<sup>131</sup> L'art. 2447-quinquies, comma 3, c.c. prevede che *per le obbligazioni contratte in relazione dello specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato*.

residuo della società, posto che i beni del patrimonio destinato sono sottratti dall'azione esecutiva da loro esperibile.<sup>132</sup>

Il vincolo di destinazione, pertanto, è lo strumento attraverso il quale la società realizza la separazione patrimoniale. Tale vincolo, impresso sul patrimonio destinato, comporta una deroga legislativa a uno dei principi cardine del nostro ordinamento, quello della responsabilità patrimoniale sancito dall'art. 2740 del c.c., che stabilisce che *il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri*.<sup>133</sup>

Strettamente collegato a tale principio, quello della *par condicio creditorum*, sancito dall'art. 2741 del c.c. che legittima tutti i creditori ad espropriare il patrimonio del debitore e a concorrervi sullo stesso piano, indipendentemente dal valore e dalla data di insorgenza del credito, salve le cause legittime di prelazione, ossia il privilegio, il pegno e l'ipoteca.

Si tratta di due norme la cui derogabilità è rimessa alla volontà del legislatore ai sensi dell'art. 2740 c.c., il quale dispone che *le limitazioni di responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge*.<sup>134</sup>

Il legislatore, con la disciplina introdotta con la sezione IX "Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare" crea, quindi, una nuova limitazione della responsabilità.<sup>135</sup> Una parte della dottrina, sul punto, ha espresso la propria "preoccupazione".<sup>136</sup>

---

<sup>132</sup> L'art. 2447-*quinquies*, comma 1, c.c. prevede che *i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, salvo che per la parte spettante alla società, sui frutti o proventi da esso derivanti*.

<sup>133</sup> Sul tema della separazione patrimoniale v.: Lamandini M., *I patrimoni destinati nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in "Rivista delle Società", 2003, p. 490; Manes P., *Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario*, in "Contratto e Impresa", 2001, 1, p. 181; Zoppini A., *op. cit.*, p. 545.

<sup>134</sup> Granelli C., *La responsabilità patrimoniale del debitore fra disciplina codicistica e riforma in itinere del diritto societario*, in "Rivista di Diritto Civile", n. 4/2002, pag. 507 3e segg..

<sup>135</sup> Con la disciplina dei patrimoni e dei finanziamenti destinati si è introdotta una nuova deroga al principio della *par condicio creditorum*. Altre deroghe sono state apportate con l'art. 22 del D. Lgs. 58/1998 in materia di SIM, con l'art. 3 della Legge 130/99 in materia di cartolarizzazione dei crediti, con l'art. 8 del D.L. 15 aprile 2002 n. 63 in materia di società per il finanziamento delle infrastrutture. Per approfondimenti sul principio della *par*

Come accennato, il patrimonio destinato è oggetto di una specifica disciplina sul modello della normativa delle società. Le norme, in sintesi, attengono: la volontà che dà impulso alla costituzione del patrimonio destinato (l'organo amministrativo a maggioranza assoluta dei suoi componenti, salvo diversa disposizione dello statuto); la delibera di costituzione, che deve contenere una serie di informazioni richieste per legge, ed è soggetta ad un adeguato sistema di pubblicità, al fine di permettere ai creditori della società di esercitare il proprio diritto di opposizione; la tenuta separata di libri e scritture contabili; per ciascun patrimonio, la redazione di un rendiconto "separato"; l'organo deputato ad amministrare l'affare; il possibile apporto di terzi; la potenziale emissione di strumenti finanziari ed, infine, la disciplina della cessazione del vincolo di destinazione.

Gli aspetti appena citati, alcuni dei quali saranno successivamente approfonditi, rappresentano le norme che regolano la disciplina del patrimonio destinato.

### *La ratio dell'istituto del patrimonio destinato*

Quanto sopra premesso, cerchiamo di comprendere quali sono state le intenzioni che hanno condotto il legislatore della riforma a introdurre l'istituto in esame.

La *ratio* della disciplina è, infatti, elemento propedeutico per l'interpretazione delle norme giuridiche che sottendono l'istituto.

A tal fine ci si riferirà, dapprima, alla Relazione illustrativa allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario

---

*condicio creditorum* si rimanda a Jaeger P. G., *Par condicio creditorum*, in "Giurisprudenza commerciale", 1984, I, pag. 88 e segg..

<sup>136</sup> Vedi Oppo G., *Le grandi opzioni della riforma e della società per azioni*, in "Rivista di diritto civile", settembre-ottobre 2003, pag. 474 ("...il principio degli art. 2740 e 2741 del c.c. – responsabilità con tutto il patrimonio e parità dei creditori – "va in pezzi"); Rabitti Bedogni C., *Patrimoni dedicati*, in "Rivista del notariato" 2002, pag. 1123.

e, successivamente alla Relazione accompagnatoria al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.<sup>137</sup>

La Relazione allo schema di legge Mirone riporta che la possibilità di costituire dei patrimoni destinati persegue un duplice obiettivo: rendere superflui accorgimenti costosi e poco trasparenti che già vengono usati nella pratica, come la costituzione di società *ad hoc* anche per un singolo affare, nonché rendere possibile una più concreta tutela per coloro che intervengono nel finanziamento dell'affare, i quali vengono resi consapevoli delle sue caratteristiche e si trovano in una situazione ove il loro rischio è circoscritto agli esiti economici dell'affare stesso.

“Consequenziale a questa soluzione è poi l’esplicita ammissione dell’eventualità che siano emessi strumenti finanziari di partecipazione all'affare cui è stata dedicata la singola massa patrimoniale...”.

La legge Delega al Governo per la Riforma del diritto societario si proponeva, in primo luogo, di prevedere la possibilità per la società per azioni di evitare la “proliferazione” della costituzione di società *ad hoc* con il solo esclusivo scopo di gestire un singolo affare (le cosiddette *societates unius negotii*).<sup>138</sup>

Il legislatore si proponeva di ridurre al minimo il ricorso alle società controllate costituite come mero veicolo di rapporti giuridici che ci si propone di rendere autonomi.<sup>139</sup>

---

<sup>137</sup> Con riferimento alle norme sui patrimoni destinati, la bozza elaborata dalla Commissione Mirone si è tradotta nella legge 366/2001 senza cambiamenti significativi. Pertanto, limitatamente all’aspetto che qui interessa, si rimanda a quanto riportato alla Relazione illustrativa di accompagnamento allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario redatto dalla commissione presieduta da Antonio Mirone (disponibile su Rivista delle Società, gennaio-febbraio, 2000. La Relazione accompagnatoria al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, “*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*” è riportata in Rivista delle Società, gennaio-febbraio 2003, pag. 112 e segg..

<sup>138</sup> Becchetti E., *Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, dedicati e vincolati*, in “Rivista del Notariato”, Gennaio-Febbraio 2003, Vol. LVII, n. 1, pag. 49; Marano G., *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, n. 57, giugno 2004, pag. 11.

<sup>139</sup> Zoppini A., *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, in “Fiducia e trust”, n. 1-2003, pag. 1.

Uno degli intenti principali era, quindi, quello di evitare il sostenimento di costi che, necessariamente, la costituzione, il mantenimento e l'estinzione di una società comportano.<sup>140</sup>

La seconda finalità delineata nella Relazione allo schema di decreto è quella di strumento che consente di ricorrere a nuovi e diversificati canali di finanziamento dell'impresa.

La separazione tra i due patrimoni e, conseguentemente, tra le gestioni, nonché la separazione tra i creditori, dovrebbe costituire elemento che consente alla società di avere un più facile accesso a nuove risorse finanziarie.<sup>141</sup> In questo senso, del resto, il patrimonio destinato è uno strumento atto a segregare, nell'ambito delle molteplici attività svolte da un'impresa, lo svolgimento di un singolo affare, limitando la responsabilità patrimoniale della società ai rapporti sorti per la realizzazione di questo. Ciò consente che i terzi che assumono obbligazioni relative ad esso possono disinteressarsi della situazione generale della società, dato che questa non può avere nessun riflesso negativo sullo svolgimento dello specifico affare che, se ben progettato, troverà il suo positivo compimento, indipendentemente dalle sorti della società costituente.<sup>142</sup>

Sul punto appare opportuna una riflessione.

I patrimoni destinati possono presentarsi "in una duplice veste": industriale e mista.<sup>143</sup>

La prima consiste nella realizzazione di un affare senza l'apporto di risorse esterne: si tratta di perseguire, quindi, attraverso la costituzione

---

<sup>140</sup> La Relazione precisa sul punto che "un modello non solo di patrimonio separato, ma anche di pluralità di patrimoni separati fra loro e rispetto al patrimonio della società, si ha già nella L. 30 aprile 1999, n. 130 (recante norme sulla cartolarizzazione dei crediti), proprio in funzione della esigenza di non moltiplicare, con aumento dei tempi e dei costi, organismi societari per la mera funzione della separazione dei patrimoni".

<sup>141</sup> Sul punto anche Becchetti afferma "La struttura che si andrà a proporre dovrà infatti rendere più accessibile e facile ottenere credito per predeterminati scopi sociali"(Becchetti E., *op. cit.*, pag. 62).

<sup>142</sup> Sugli effetti del fallimento della società gemmante sul patrimonio destinato, si rimanda al paragrafo 3.1.1. La segregazione delle attività e dei *cash flow* nel patrimonio destinato.

<sup>143</sup> Corasaniti G., *Patrimoni dedicati, finanziamenti destinati ad uno specifico affare e project financing: profili societari e fiscali*, in "Diritto e pratica tributaria", Vol. LXXVI, n. 2, marzo aprile, 2005, pag. 310 e segg..

del patrimonio destinato, una funzione “conservativa”. Il patrimonio destinato costituisce “strumento per isolare alcuni cespiti del patrimonio aziendale in funzione conservativa, al fine di vincolarli a un certo utilizzo e metterli al riparo dalle azioni dei creditori. In questo caso non è indispensabile un intervento nell’affare da parte di terzi, né l’emissione di strumenti finanziari di partecipazione all’affare.”<sup>144</sup>

La seconda, viceversa, comporta il coinvolgimento di soggetti terzi (coloro che effettuano “l’apporto”): il patrimonio destinato diventa, quindi, veicolo per reperire risorse da dedicare al finanziamento di specifici affari.<sup>145</sup>

La peculiarità del patrimonio destinato si sostanzia, invero, nella versione cosiddetta “mista”, ossia nel collegamento funzionale (ed esclusivo) tra finanziamento e “specifico affare”. Al “finanziatore” risulta più agevole apprezzare il rischio dello specifico affare, piuttosto che l’andamento complessivo di una società “multi-progetto”.<sup>146</sup>

Tale apprezzamento è attività insita in quella del finanziamento: la valutazione *ex ante* delle prospettive di successo e la verifica *ex post* dell’andamento dell’affare finanziato.

In merito alla *ratio* dell’istituto, la Relazione accompagnatoria al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, conferma le intenzioni del legislatore delegante descrivendo la fattispecie del patrimonio destinato come “nella sostanza... operativamente equivalente alla costituzione di una nuova società, col vantaggio della eliminazione dei suoi costi di costituzione, mantenimento ed estinzione della stessa”. Inoltre si precisa che la “costituzione di un patrimonio separato non è necessariamente collegata ad ipotesi di finanziamenti di terzi destinati all'affare stesso; ciò però è possibile. Trattasi allora di finanziamenti a carattere "partecipativo", in ordine ai quali è prevista un'ampia

---

<sup>144</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 88.

<sup>145</sup> Marcello R., Papaleo P. P., Pollio M., *I patrimoni e i finanziamenti destinati nelle S.p.A.*, Sistemi Editoriali, Napoli, 2006, pag. 21.

<sup>146</sup> Chemmanur T. J., John K., *Optimal Incorporation, Structure of Debt Contracts and Limited Recourse Project finance*, in “Journal of Financial Intermediation”, 5, 1996.

possibilità di articolazione dei diritti patrimoniali ed un principio di organizzazione, all'art. 2447-*octies*, a tutela di questi.”<sup>147</sup>

### *La disciplina dell'istituto del patrimonio destinato*

La costituzione di un patrimonio destinato avviene attraverso la delibera costitutiva del patrimonio destinato (adottata dall'organo amministrativo, salvo diversa disposizione statutaria), che deve contenere quanto indicato nell'art. 2447-*ter*, comma 1, che include elementi necessari e altri meramente eventuali.<sup>148</sup>

Alla costituzione di un patrimonio destinato consegue il delinearsi di due categorie di creditori: i creditori “generali” e i creditori “particolari”, le cui ragioni di credito hanno causa nello specifico affare.

Quanto alla prima categoria, è possibile individuare due sottogruppi, distinguendo i creditori generali “anteriori” alla costituzione del patrimonio destinato e quelli “posteriori” a tale evento.

---

<sup>147</sup> Sulla possibilità che i terzi contribuiscano alla formazione del patrimonio dedicato e che tale formazione possa aver luogo mediante l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione, si rimanda a Colombo G. E., op. cit, pag. 33; Rubino De Ritis M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Il nuovo diritto societario diretto da Abbadessa P., Portale G.B., 1, Utet, pag. 850 e segg..

<sup>148</sup> Gli elementi necessari attengono:

- a) l'affare al quale è destinato il patrimonio;
- b) i beni e i rapporti giuridici compresi nel patrimonio;
- c) il piano economico-finanziario da cui risulti la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte ai terzi;

...

- f) le regole di rendicontazione dello specifico affare.

Gi elementi eventuali sono:

- d) gli eventuali apporti di terzi, le modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione all'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono;
- e) la nomina di una società di revisione per il controllo contabile sull'andamento dell'affare, quando la società non è già assoggettata alla revisione contabile da parte di una società di revisione ed emette titoli sul patrimonio diffusi tra il pubblico in misura rilevante ed offerti a investitori non professionali.

Delineate le categorie di creditori, sui diritti delle quali ci si soffermerà di seguito, il punto centrale dell'intera disciplina della separazione patrimoniale è contenuto nell'art. 2447-*quinquies*.<sup>149</sup>

L'articolo prevede quello che la dottrina ha definito un regime "asimmetrico" di responsabilità: i creditori generali anteriori, la cui causa di credito è sorta antecedentemente all'iscrizione della delibera, decorso il termine di sessanta giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera costitutiva del patrimonio destinato, senza che sia stata fatta opposizione a norma dell'art. 2447-*quater* (ovvero iscritto il provvedimento del tribunale che autorizzi, malgrado l'opposizione, l'esecuzione della delibera), non possono più aggredire il patrimonio destinato né, salvo che per la parte spettante alla società, i frutti o proventi da esso derivanti.

Decorso infruttuosamente tale termine, il patrimonio destinato diventa autonomo rispetto al patrimonio sociale.<sup>150</sup> Una volta realizzato l'affare o accertata l'impossibilità sopravvenuta di realizzarlo e redatto l'apposito rendiconto finale ex art. 2447-*novies*, il patrimonio destinato rientra nel patrimonio generale della società, cessando il particolare regime di responsabilità descritto.<sup>151</sup>

I creditori particolari dello specifico affare, di contro, non possono, di regola, aggredire il patrimonio generale, anche detto "residuo", della società.

Il principio generale della disciplina sembra essere, ad una prima lettura, quello dell'autonomia patrimoniale perfetta, in virtù della quale i creditori del patrimonio destinato non possono rivalersi sui beni della società, nemmeno in via sussidiaria. In merito Di Sabato osserva che il patrimonio destinato "prefigurato dal legislatore delegante rappresentava semplicemente un patrimonio che, pur facendo capo ad uno stesso soggetto, restava distinto e svincolato dal

---

<sup>149</sup> Mignone G., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P., II, pag. 1654.

<sup>150</sup> Sull'asimmetricità del regime di responsabilità si veda Comporti C., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *La Riforma delle società*, II, a cura di Sandulli M., Santoro V., Giappichelli, Torino, 2003, pag. 987.

<sup>151</sup> Per approfondimenti sulla cessazione del vincolo di destinazione si rimanda al paragrafo 3.1.1. La segregazione delle attività e dei *cash flow* nel patrimonio destinato.

restante patrimonio di costui, in virtù della sua destinazione ad una specifica attività; con la conseguenza della necessaria non confusione dei due patrimoni e, pertanto, dell'insensibilità del patrimonio dedicato alle vicende del patrimonio originario e viceversa".<sup>152</sup>

Tuttavia, i creditori particolari possono anche aggredire il patrimonio generale qualora in sede costitutiva, la delibera preveda una responsabilità sussidiaria del patrimonio sociale per le obbligazioni contratte dal patrimonio destinato (art. 2447-*quinquies*).<sup>153</sup> Quindi, alla separazione "perfetta" si può anche parzialmente derogare.<sup>154</sup>

E' bene precisare, comunque, al di là della possibile deroga contenuta nella delibera costituiva, la separazione non è mai perfetta per tre ordini di ragioni:

- per la parte spettante alla società dei frutti e dei proventi del patrimonio;
- per l'eventuale responsabilità da fatto illecito;
- per mancata menzione del vincolo di destinazione degli atti compiuti in relazione allo specifico affare.

Con riferimento al primo aspetto, l'art. 2447-*quinquies* prevede che i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, *salvo che per la parte spettante alla società*, sui frutti e proventi da esso derivanti. Il regime di segregazione patrimoniale previsto per il patrimonio destinato non si applica alla parte di patrimonio corrispondente alla quota di utile spettante alla società, che resta assoggettata alla responsabilità patrimoniale generale nei confronti dei creditori di essa.<sup>155</sup>

---

<sup>152</sup> Di Sabato F., *op. cit.*, pag. 18.

<sup>153</sup> L'art. 2447-*quinquies*, comma 3° dispone che *qualora la deliberazione prevista dall'art. 2447-ter non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato.*

<sup>154</sup> La delibera di costituzione può, quindi, stabilire la responsabilità solidale del patrimonio sociale di provenienza per tutte le obbligazioni contrattuali assunte dalla società medesima in funzione dell'affare o per una parte di queste: il che dà luogo, appunto, a una ipotesi di separazione patrimoniale "impropria", perché uni-direzionale (vedi Niutta A., *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, Giuffrè Editore, 2006, pag. 91).

<sup>155</sup> Per approfondimenti sulla determinazione della parte di proventi spettante alla società si rimanda al paragrafo 3.1.1. La segregazione delle attività e dei *cash flow* nel patrimonio destinato.

Il secondo profilo riguarda i creditori da fatto illecito, per i quali permane la responsabilità illimitata della società: l'art. 2447-*quinquies* dispone che *resta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito*.

La ragione di tale scelta normativa risiede nel fatto che tali creditori, cioè i creditori "involontari", potrebbero trovarsi sprovvisti di una adeguata tutela.

I creditori involontari sono coloro che vantano pretese creditorie nei confronti della società in conseguenza di responsabilità da fatto illecito della società nel corso della realizzazione dello specifico affare.

Il motivo di questo peculiare trattamento è quello di evitare che la società, attraverso la costituzione di patrimoni, predetermini la quantità di rischio alla quale possa essere assoggettata con il risultato che i creditori coinvolti rimarrebbero senza un equo ristoro.<sup>156</sup>

“Con rendere inopponibile la limitazione della responsabilità, si vuole evitare che la separazione patrimoniale determini un incentivo anomalo a frazionare il rischio di impresa e ad “esternalizzarlo” sui creditori.”<sup>157</sup>

Con riferimento al terzo aspetto, l'art. 2447-*quinquies*, IV comma, prevede che in tutti gli atti compiuti in relazione allo specifico affare sia sempre espressamente indicato ed univocamente individuabile il relativo vincolo di destinazione. Pertanto l'onere pubblicitario per gli atti da “imputarsi” allo specifico affare permane per tutta la fase

---

<sup>156</sup> Menicucci M., *Patrimoni e finanziamenti destinati: responsabilità e tutela dei creditori dei terzi*, in “Giurisprudenza commerciale”, 2005, 32.2, pagg. 223-224. Inoltre osserva Inzitari che per i creditori involontari da fatto illecito, va risolto il problema di stabilire se, di fronte a una responsabilità da fatto illecito, la società possa autonomamente decidere quanto far pesare il debito da risarcimento sul patrimonio generale o sul patrimonio destinato: si rimanda a Inzitari B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447-bis, lett. a, c.c.)*, in “Contratto e impresa”, 2003, pag. 164 e segg..

<sup>157</sup> Zoppini A., *op. cit.*, pag. 4.

operativa: non si esaurisce, quindi, nella fase costitutiva con il deposito della delibera presso il Registro delle imprese.<sup>158</sup>

L'effetto per omissione dell'indicazione del vincolo di destinazione negli atti compiuti in relazione allo specifico affare è quello di esclusione del beneficio della responsabilità limitata al patrimonio destinato: la menzione del vincolo avrebbe, quindi, effetto "costitutivo". L'imputazione al patrimonio destinato dello specifico atto risulta vincolata ad indici formali: ciò che conta è la "dichiarata funzionalizzazione dell'atto all'affare".<sup>159</sup> Sul punto Di Sabato ritiene che in sostanza "si tratta di una versione minimalista ed errata della previsione che il patrimonio destinato avesse un nome di riferimento, ovviamente da spendere."<sup>160</sup>

Sul punto secondo alcuni Autori una soluzione al problema di vuoto normativo circa l'incertezza dell'imputazione di un atto allo specifico affare e gli effetti della separazione patrimoniale, sarebbe l'utilizzazione di segni distintivi propri del patrimonio destinato, che agevolerebbero le modalità di imputazione degli atti, oltre a rendere più rilevante la funzione economica dello specifico affare.<sup>161</sup>

#### **4. Il finanziamento destinato: la disciplina e la *ratio***

Differente dal patrimonio destinato, soprattutto in termini di finalità perseguite, è il modello di segregazione disciplinato dall'art. 2447-*decies* del c.c., che prevede la possibilità di contrarre "finanziamenti destinati ad uno specifico affare".

Le parti, la società finanziata e il finanziatore, convengono che in tali contratti "al rimborso totale o parziale del finanziamento destinato allo

---

<sup>158</sup> Sul punto specifico Arlt ritiene che "...al termine atto occorra attribuire il significato più ampio possibile, tale da includervi qualunque tipo di *transaction*: si veda Arlt R., *op. cit.*, pag. 333.

<sup>159</sup> Menicucci M., *op. cit.*, pag. 227.

<sup>160</sup> Di Sabato, *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, Giuffrè, 2004.

<sup>161</sup> D'Alessandro F., *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in "Le Società", 2004, pag. 1062 e segg..

specifico affare siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi" (art. 2447-*decies*, I comma).

La strumentalità di uno specifico patrimonio collegato allo svolgimento di un ben determinato affare è la caratteristica che accomuna i patrimoni destinati e i finanziamenti destinati.

Non si può, comunque, non rilevare le differenze tra i due istituti: nel primo modello, la costituzione del patrimonio destinato è antecedente e strumentale all'avvio della specifica iniziativa. Nei finanziamenti destinati la formazione del patrimonio destinato è a valle del ciclo di gestione dello specifico affare, perché esso deriva dalla produzione di nuove risorse generate dallo svolgimento dell'affare, cioè, i flussi reddituali.<sup>162</sup>

In effetti tutta la disciplina sui finanziamenti destinati è volta a tutelare, primariamente, l'interesse del finanziatore alla protezione dei flussi di cassa generati dall'affare, i quali, base per il rimborso dell'importo finanziato, costituiscono garanzia patrimoniale separata da quella dell'impresa finanziata.

Il primo elemento da rilevare è che l'articolo menzionato introduce la disciplina di un contratto, *attestando una sostanziale diversità con la separazione patrimoniale dei patrimoni destinati*.<sup>163</sup>

Sin dalla definizione di finanziamento destinato si osserva una diversità di presupposti, cause e contenuti tra i due modelli introdotti con la riforma del diritto societario. Tuttavia, entrambi sono qualificabili come istituti in cui si configura una separazione giuridica di una parte del patrimonio dall'intero patrimonio sociale, imprimendo su di essa un "vincolo di destinazione".

Inoltre, anche nel finanziamento destinato, al pari del patrimonio destinato, non si configura un nuovo soggetto giuridico distinto dalla società finanziata.

---

<sup>162</sup> De Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, pag. 270.

<sup>163</sup> "Da subito risulta l'eccentricità rispetto al diritto societario: ci troviamo infatti dinanzi ad un capitolo del *diritto delle obbligazioni*, che con il diritto delle società per azioni presenta una connessione molto labile, solo di ordine *soggettivo*." (Salamone L., *I "finanziamenti destinati", tra separazione patrimoniale e garanzia senza spossamento*, Il Nuovo diritto delle società, diretto da Abbadessa P., Portale G. B., 1, Utet, pag. 877).

La separazione determina il sorgere di due categorie di creditori, quelli generali e quelli legati al patrimonio destinato o al finanziamento destinato.

Tuttavia, le similarità si fermano qui: l'oggetto della separazione patrimoniale consiste, nel finanziamento destinato, in disponibilità liquide costituenti i proventi dell'affare finanziato, nonché i frutti di essi e degli investimenti eventualmente effettuati in attesa del rimborso al finanziatore. Pertanto "i proventi dell'operazione (derivanti dalla gestione dello specifico affare) costituiscono patrimonio separato da quello della società, e da quello relativo ad ogni altra operazione di finanziamento..." (art. 2447-*decies*, 3° comma).

In altre parole, la società contrae un finanziamento, sottoscritto con qualsivoglia tipologia di finanziatore, per l'avvio di una nuova attività o di una preesistente, obbligandosi a rimborsare il finanziamento, in tutto o in parte, con i proventi ritraibili dalla gestione dell'affare, che costituiscono, appunto, l'essenza del finanziamento destinato.

Questi i tratti essenziali del nuovo istituto: non è prevista alcuna disposizione sulle forme del contratto di finanziamento che può assumere, nella piena libertà contrattuale delle parti, qualunque forma (mutuo, *leasing* finanziario, apertura di credito in conto corrente, ecc.).

Questo aspetto consente, come si vedrà, una flessibilità e una adattabilità dello strumento alle molteplici e differenti esigenze che possono emergere in ciascuna operazione di *project financing*. La centralità di tutte le operazioni in finanza di progetto è, infatti, il contratto di finanziamento, tecnicamente e variamente modulato secondo le molteplici forme della prassi finanziaria.

### *La ratio dell'istituto del finanziamento destinato*

Prima di delineare la disciplina dei finanziamenti destinati, si cerca di comprendere di seguito quali sono stati le intenzioni e gli obiettivi che hanno condotto il legislatore della riforma a introdurre l'istituto in esame.

La *ratio* dell'istituto è, infatti, elemento propedeutico per un'interpretazione più ragionata delle norme giuridiche che sottendono l'istituto: esaminata è preliminare alla piena e ragionata comprensione della disciplina.

A tal fine ci si riferirà, dapprima, alla Relazione illustrativa allo schema di disegno legge delega per la riforma del diritto societario e, successivamente alla Relazione accompagnatoria al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.<sup>164</sup>

La Relazione allo schema di legge Mirone riporta che la possibilità di costituire dei patrimoni destinati persegue un duplice obiettivo: rendere superflui accorgimenti costosi e poco trasparenti che già vengono usati nella pratica, come la costituzione di società *ad hoc* anche per un singolo affare; rendere possibile una più concreta tutela per coloro che intervengono nel finanziamento dell'affare, i quali vengono resi consapevoli delle sue caratteristiche e si trovano in una situazione ove il loro rischio è circoscritto agli esiti economici dell'affare stesso...Consequenziale a questa soluzione è poi l'esplicita ammissione dell'eventualità che siano emessi strumenti finanziari di partecipazione all'affare cui è stata dedicata la singola massa patrimoniale...”.

Ad una prima lettura, sembra che il legislatore abbia tentato di disciplinare nel nostro ordinamento una fattispecie contrattuale riconducibile a quelle elaborate in ambito finanziario a livello internazionale (*project financing* e *leveraged financing*).<sup>165</sup>

---

<sup>164</sup> Con riferimento alle norme sui patrimoni destinati, la bozza elaborata dalla Commissione Mirone si è tradotta nella legge 366/2001 senza cambiamenti significativi. Pertanto, limitatamente all'aspetto che qui interessa, si rimanda a quanto riportato alla Relazione illustrativa di accompagnamento allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario redatto dalla commissione presieduta da Antonio Mirone. Tale Relazione è disponibile su Rivista delle Società, gennaio-febbraio, 2000. La Relazione accompagnatoria al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, “*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*” è riportata in Rivista delle Società, gennaio-febbraio 2003, pag. 112 e segg..

<sup>165</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 76; Niutta A., *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, Giuffrè Editore, Milano, 2006.

L'analisi del dato normativo mostra, in effetti, come l'istituto del finanziamento destinato, così come quello del patrimonio destinato, sia strumentale a garantire nuovi canali di accesso del capitale alle imprese italiane, che intendono intraprendere nuove iniziative economiche. Per tale motivo gli istituti analizzati mirano a tutelare, *in primis*, l'interesse dei finanziatori ad una ragionata e profonda conoscibilità dell'affare finanziato e della loro coerente rappresentazione contabile e di bilancio.

Il finanziamento destinato, così come il patrimonio destinato, che, tuttavia, può assolvere anche ad altre funzioni, è strumentale a reperire risorse finanziarie aggiuntive da impiegare per l'avvio di uno specifico affare.<sup>166</sup> E' pertanto veicolo per raccogliere finanziamenti, attraverso canali innovativi, finalizzati ad essere investiti in iniziative contraddistinte da un forte collegamento funzionale tra finanziamento e progetto.

Come si legge nello schema illustrativo della legge delega, l'introduzione dei due nuovi istituti si è caratterizzata per una duplice finalità.

Da una parte si è voluto evitare che le società, nel tentativo di attuare una mera "funzione di separatezza", si rivolgessero allo schermo di una società *ad hoc* costituita per un singolo affare con la conseguenza di maggiori spese di costituzione e gestione; dall'altra, si è mirato a rendere più incisiva la tutela dei finanziatori dell'affare, con l'obiettivo di rendere gli stessi maggiormente consapevoli delle caratteristiche dell'iniziativa finanziata. In merito a questo ultimo punto, il finanziamento destinato è, quindi, chiaramente immaginato per limitare i rischi dei finanziatori, assicurando loro la certezza sulla destinazione dei mezzi investiti.<sup>167</sup>

I finanziamenti destinati, così come i patrimoni destinati, costituiscono strumento per "isolare" i rischi economico-finanziari di una iniziativa e, nel contempo, per ampliare le modalità di finanziamento.

---

<sup>166</sup> La Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, pag. 269.

<sup>167</sup> Bianchi M. T., *I patrimoni dedicati tra novità e tradizione*, in "Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale", Luglio-Agosto, 2003, pag. 331 e segg..

La struttura del finanziamento destinato rivela, poi, il merito di incidere sul costo del capitale di debito, assicurando, come vedremo, ad alcuni creditori, una posizione “privilegiata”: non solo il credito viene tutelato dal vincolo di destinazione, ma altresì sono ridotti i costi di controllo del creditore, il quale concentra la sua attenzione esclusivamente sull’andamento dell’affare, in riferimento al quale avrà definito i poteri di controllo nel contratto di finanziamento.<sup>168</sup>

Per comprendere l’orientamento del legislatore delegato, è opportuno, inoltre, fare riferimento al contenuto della Relazione accompagnatoria al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

Essa prevede che radicalmente “diversa” è (rispetto all’istituto del patrimonio destinato) nei presupposti e nella funzione l’ipotesi di patrimonio dedicato previsto dall’art. 2447-*decies*, ipotesi più attenta ai profili finanziari dell’esercizio dell’impresa.

*Si ipotizza infatti un finanziamento, e quindi l’ingresso di nuovi mezzi finanziari nella società, ovviamente provenienti da terzi a servizio del rimborso del quale siano principalmente destinati i ricavi dell’affare stesso.*

*Relativamente semplice e lineare è la disciplina in quanto il contratto deve prevedere elementi essenziali dell’operazione, ed in particolare, evidentemente, il piano finanziario dell’operazione da parte dei proventi destinati al rimborso del finanziamento le garanzie che la società offre non già per il rimborso del finanziamento, ma per la corretta e tempestiva realizzazione dell’operazione, nonché evidentemente le garanzie che la società può prestare soltanto però per una parte del rimborso.”*

La peculiarità del nuovo istituto è quella di rimborsare il finanziamento effettuato, salvo eccezioni, attraverso i flussi di cassa prodotti dall’affare finanziato.

*“...In questo schema ovviamente una separazione patrimoniale sussiste esclusivamente a livello dei proventi nella fase di incasso, e di eventuali giacenze presso la società prima del versamento al finanziatore...”*

---

<sup>168</sup> L’art. 2447-*decies* dispone che il contratto di finanziamento deve contenere, tra gli altri elementi, i controlli che il finanziatore, o il soggetto da lui delegato, può effettuare sull’esecuzione dell’operazione.

*A tal fine sono evidentemente necessari sistemi di incasso e contabilizzazione idonei ad individuare in ogni momento questi proventi.*

*Distinta è altresì, ovviamente, la tutela dei creditori generali della società, ai quali vengono sottratti soltanto i profili del finanziamento mentre sui beni strumentali destinati all'operazione si prevede che possano esercitare solo le azioni conservative a tutela dei loro diritti non potendo invece distoglierli dall'operazione stessa.”*

Il finanziamento destinato consente la separazione giuridica dei proventi (meglio sarebbe dire flussi di cassa) prodotti dalla specifica iniziativa finanziata.

Si creano, quindi, due masse patrimoniali distinte, i proventi dell'affare (e, per certi versi, anche i beni strumentali destinati all'operazione) da una parte e il patrimonio residuo dall'altra, le quali, come nel patrimonio destinato, determinano a loro volta, la separazione dei creditori della società in due classi: i finanziatori dell'affare e gli altri creditori della società.

Si procederà, successivamente, a una disamina precisa delle normative dei finanziamenti destinati, nonché uno studio per comprendere l'applicabilità di tale nuovo istituto alle operazioni di *project financing*.

## **5. Il trust: la disciplina e la ratio**

Il *trust*, di origine anglosassone, appartiene tradizionalmente alla cultura giuridica dei paesi di *common law*.<sup>169</sup>

---

<sup>169</sup> L'approccio al *trust* da parte della dottrina è sempre stato caratterizzato dallo studio della sua genesi e del suo sviluppo nel tempo, a partire dal sistema giuridico inglese. Sul *trust* nel diritto inglese P. Manes, *Tratti salienti del trust: il modello inglese e il modello internazionale*, dattiloscritto della relazione tenuta al seminario “*Trust* per la famiglia e l'impresa. Applicazioni professionali, profili civilistici e tributari” svoltosi a Napoli il 30 gennaio 2002. Il *trust* nasce in Inghilterra (alla corte del Cancelliere) per superare, da una parte, i limiti che il sistema giuridico feudale inglese poneva al feudatario (*tenant*) di trasferire *mortis causa* la proprietà del feudo; dall'altra a tutela dei crociati, i quali, affidata, durante la loro assenza, la gestione dei propri beni ad una persona di fiducia con l'obbligo

Ancora oggi il *trust* gioca un ruolo fondamentale quale strumento di segregazione patrimoniale nel Regno Unito e in tutti quei paesi originariamente governati dalla corona inglese: Australia, Canada, India, Nuova Zelanda, Stati Uniti.

Ai fini del presente studio non si vogliono approfondire le ragioni applicative del *trust* in *common law* né le molteplici e diverse tipologie che in questi ordinamenti possono assumere i *trust*, ma limitare l'esame dell'istituto alla sua applicazione sul territorio italiano. A tal fine occorre riferirsi alla Convenzione dell'Aja del 1985: il *trust* è stato, infatti, riconosciuto e regolamentato da tale Convenzione, ratificata, in Italia con L. 16 ottobre 1989 n. 364, in vigore dal 1° gennaio 1992.<sup>170</sup>

---

di detenerli, amministrarli e restituirli in caso di ritorno ovvero trasferirli ai loro eredi in caso di morte, a fronte dell'inadempimento dell'obbligo di restituzione, avevano la possibilità di rivolgersi al cancelliere che, in forza del potere di grazia, delegato dal re, poteva assicurare loro una tutela "equitativa", secondo coscienza, considerando l'affidatario alla stregua di un *trustee*. Il *trust* è, infatti, una creazione dell'*equity* e, infatti, l'evoluzione del *trust* è strettamente connessa con quella dell'*equity* sino a quando questa rimase una giurisdizione separata da quella delle corti di *common law*. Originariamente, il *common law* era incapace di tutelare le posizioni del beneficiario: i Cancellieri del Re intervennero a porre rimedio a tale lacuna del *common law*, impedendo che i *trustee* potessero avvantaggiarsi del tradimento della fiducia ad essi riposta, attraverso l'emanazione di *injunctions* (ordine di fare o non fare impartito dalle corti di *equity*). L'*equity*, infatti, là ove interviene a reprimere gli abusi, le frodi e la mala fede, prevale sul *common law*, il che significa, nel caso del *trust*, che il *trustee* non può invocare il suo titolo per "fermare" i rimedi di cui è assistito il beneficiario. Per una dettagliata esposizione si veda, Franceschelli, *Il trust nel diritto inglese*, Padova, 1935; Busato A., *La figura del trust negli ordinamenti di common law e di diritto continentale*, in "Rivista di Diritto Civile", 1992, 330; Graziadei M., *Trusts* nel diritto anglo-americano, voce in *Digesto Commerciale*, XVI, Torino, 1999, 263.

<sup>170</sup> In Italia, a partire dalla data di Convenzione dell'Aja, la produzione scientifica e dottrinale sul *trust* è copiosa: A. Busato, *La figura del trust negli ordinamenti di common law e di diritto continentale*, in "Rivista di diritto civile", 1992, pp. 341 ss.; Castronovo C., *Trust e diritto civile italiano*, in "Vita notarile", 1998, pp. 1330-1333; Gazzoni F., *In Italia tutto è permesso, anche quel che è vietato (lettera aperta a Maurizio Lupoi sul trust e su altre bagattelle)*, in "Rivista del notariato", 2001, pp. 1247 e ss.; Lupoi M., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985*, in "Vita notarile", 1992, pp. 978 e ss.; Lupoi M., *Trusts*, Milano, Giuffrè Editore, 2001.

Prima di procedere a un'analisi, pur breve, della Convenzione, è appena il caso di ricordare quale sia stata la funzione originaria della Convenzione.

Gli Stati firmatari della Convenzione decisero di stipulare tale atto al fine di stabilire disposizioni comuni relative alla risoluzione dei conflitti di legge in materia di *trust* (anglosassone) nel contesto degli ordinamenti di *common law*, nonché per permettere il riconoscimento del *trust* di *common law* nei paesi di *civil law*.

Tuttavia, l'articolato della Convenzione non fa, in alcun modo, riferimento al *trust* del modello inglese, ma lo definisce, all'art. 2, in modo molto ampio, sì da meritarsi la qualificazione di “*trust* amorfo”.<sup>171</sup>

Circa l'obiettivo del riconoscimento, la Convenzione ha disciplinato i cosiddetti *trust* “interni”, istituiti da cittadini di *civil law*, che, pur regolati secondo le norme dei paesi di *common law*, producono effetti nei loro paesi.

Pertanto la Convenzione “non fa nascere un *trust* internazionale e non ne detta le regole...ma pone i criteri per individuare il diritto applicabile ad un determinato *trust* e ne stabilisce i limiti di efficacia, ossia il riconoscimento, negli altri stati contraenti”.<sup>172</sup>

Di seguito una breve analisi dei più importanti capitoli della Convenzione.

## Capitolo 1 – Il campo di applicazione della Convenzione

---

<sup>171</sup> Lupoi M., *The shapeless trust – Il trust amorfo*, in “Vita notarile”, 1995, I, pagg. 51 e ss.. L'aggettivo amorfo sta ad indicare che nella Convenzione dell'Aja non sono contenute disposizioni sostanziali uniformi volte a dare una compiuta definizione dell'istituto: il *trust* è, di fatto, facilmente adattabile agli ordinamenti di *common law* ed a quelli di *civil law*.

<sup>172</sup> Broggin G., *Trust e fiducia nel diritto internazionale provato*, in “Europa e diritto provato”, 1998, pag. 413. Questa tesi sembra ricevere “l'avallo” dell'art. 5 della Convenzione, che subordina il riconoscimento del *trust* alla condizione che la legge applicabile, ai sensi degli art. 6 e 7, preveda l'istituto in esame e lo disciplini in conformità all'art. 8. Al riguardo, Castronovo ritiene che, dopo la ratifica della Convenzione in Italia, “...una cosa, dunque, è dire che il *trust* non sia più ignoto al nostro ordinamento, altra cosa è ritenere che esso sia divenuto un istituto disciplinato o disciplinabile alla stregua di qualsiasi istituto di diritto interno italiano”. Castronovo C., *Trust e diritto civile italiano*, in “Vita notarile”, 1998, pag. 1324.

L'articolo 1 prevede che “la Convenzione stabilisce la legge applicabile al *trust* e regola il suo riconoscimento”. Ai fini della Convenzione, per *trust*, così come definito all'art. 2, si intende, “un rapporto giuridico istituito da una persona, con atto tra vivi o *mortis causa*, qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un *trustee* nell'interesse di un beneficiario o per un fine determinato.”<sup>173</sup>

Il *trust* presenta le seguenti caratteristiche:

- a) i beni del *trust* costituiscono una massa distinta e non fanno parte del patrimonio del *trustee*;
- b) i beni del *trust* sono intestati a nome del *trustee* o di un'altra persona per conto del *trustee*;
- c) il *trustee* è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire, o disporre beni secondo i termini del *trust* e le norme particolari impostegli dalla legge.”

Inoltre, come precisa l'art. 2, il fatto che il disponente conservi alcuni diritti e facoltà o che il *trustee* abbia alcuni diritti in qualità di beneficiario non è necessariamente incompatibile con la definizione di *trust* riportata.

Lo schema così come descritto nella Convenzione prevede la presenza dei seguenti soggetti, che, talvolta, possono anche coincidere:

a) il disponente (*settlor*) è colui che istituisce il *trust*: il *settlor* perde definitivamente il controllo sui beni costituiti in *trust* nonché, generalmente, qualsiasi strumento di tutela azionabile nei confronti del *trustee*, qualora questi impieghi i beni per una finalità diversa da quella indicata dallo stesso disponente;

b) il *trustee*, il quale è tenuto ad esercitare i poteri che gli sono stati conferiti in conformità ai doveri di diligenza e perizia (*duty of care*), secondo gli scopi per i quali il *trust* è stato creato. Il *trustee* non può distrarre a proprio favore le utilità derivate dai beni, che devono essere

---

<sup>173</sup> La persona a cui si fa rimando nell'art. 2 della Convenzione può essere sia una persona fisica sia una persona giuridica. Il *trust* può avere ad oggetto sia beni immobili che immobili, sia diritti reali che diritti di credito, sia beni immateriali che materiali.

destinate a favore dei beneficiari o della finalità programmata, in virtù del vincolo che caratterizza la sua posizione.

Il *trustee*, infatti, assume un insieme di obbligazioni che sono dovute nei confronti dei beneficiari. Uno degli obblighi del *trustee* è di segregare e mantenere distinto il patrimonio di ogni singolo *trust*: la ricchezza in *trust* rimane, infatti, separata dal patrimonio del *trustee* in modo tale che la stessa non si confonda con le altre posizioni soggettive del *trustee* stesso e non possa essere oggetto di pretese da parte dei creditori personali di quest'ultimo;

c) il beneficiario (o i beneficiari) è colui a favore del quale il *trustee* gestisce i beni in *trust*; il beneficiario, tuttavia, non ha alcun diritto alla percezione diretta delle utilità oggetto del *trust*, potendo pretendere dal *trustee* soltanto che eserciti il proprio ufficio correttamente utilizzando le utilità secondo le indicazioni contenute nell'atto istitutivo.

I diritti dei beneficiari corrispondono simmetricamente ai doveri del *trustee* (es. diritto a che il patrimonio del *trust* sia detenuto dai *trustee* distinto dal patrimonio dei *trustee* medesimi, il diritto ad avere rendiconti periodici dal *trustee*, il diritto di richiedere al *trustee* di porre rimedio ad eventuali violazioni dei propri doveri, ecc.). Inoltre, il vantaggio di cui sono destinatari i beneficiari “consistendo in una qualsiasi utilità giuridicamente apprezzabile, non deve necessariamente tradursi nell'apprensione dei beni in *trust* o dei loro frutti”.<sup>174</sup>

Una figura facoltativa nel *trust*, non contemplata nella Convenzione dell'Aja, è il *protector*, o guardiano. Il suo compito è, per linee generali, quello di garantire che il *trustee* adempia correttamente ai doveri a lui assegnati dall'atto istitutivo del *trust*.

Oggi al *protector* possono essere attribuite svariate funzioni, tra le quali, controllare l'attività del *trustee*, riceverne rendiconti, sostituirsi

---

<sup>174</sup> Saverio B., *il Trust*, Milano, 2001, Giuffrè, pag. 500 ss.

al *trustee* in caso di impedimento, promuovere la revoca del *trustee* che commette abusi, sostituire un *trustee* cessato o nominare i nuovi *trustee*, nonché aiutare il *trustee* nelle scelte operative ecc.. La figura del *protector*, non necessaria per la costituzione di un *trust*, deve essere prevista nell'atto istitutivo del *trust*. Certo è che il *protector* non può assumere un ruolo attivo nell'amministrazione dei beni in *trust* e nella distribuzione delle utilità ai beneficiari.<sup>175</sup>

La costituzione del *trust* avviene, generalmente, mediante duplice atto unilaterale: l'atto istitutivo e l'atto di dotazione. Il primo individua i ruoli, i poteri e le funzioni dei soggetti coinvolti: *settlor*, *trustee*, beneficiario ed eventualmente il *protector*. Il secondo è l'atto attraverso il quale vengono trasferiti al *trustee* i beni destinati a far parte del patrimonio separato (atto necessario anche nell'ipotesi in cui il disponente assume la posizione di *trustee*).<sup>176</sup>

Per ultimo, la Convenzione, che fornisce una descrizione degli elementi del *trust*, stabilisce che la stessa non si applica qualora la legge designata dal *settlor* come regolante il *trust* non preveda l'istituto del *trust* o la categoria di *trust* in questione (art. 5 della Convenzione).

## Capitolo 2 – La legge regolatrice del *trust*

Circa la legge che regola il *trust*, l'art. 6 dispone che essa è scelta dal costituente. Costui *subisce*, alla sua libertà, l'unico limite del fatto che la legge scelta sia una legge che conosce l'istituto del *trust* o la specifica categoria del *trust* in oggetto. Qualora il disponente non si attenga a tale disposizione, la scelta dello stesso non rileva ai fini della legge applicabile che sarà quella del paese con il quale, secondo quanto previsto dall'art. 7, il *trust* presenta i "più stretti legami".<sup>177</sup>

---

<sup>175</sup> Per approfondimenti si veda Gallizia G., *Protector, garante e tutore del trust*, Congresso Nazionale del *Trust*, Roma, 19 novembre 1999, in <http://www.il-trust-in-italia.it>.

<sup>176</sup> Batoli S., *Il trust auto-dichiarato nella Convenzione dell'Aja sui trust*, in "Trusts", 2005, p. 355.

<sup>177</sup> In virtù dell'art. 7, si tiene conto:

- a) del luogo di amministrazione del *trust* designato dal costituente;
- b) dalla situazione dei beni del *trust*;

Individuata la legge, essa disciplina la validità del *trust*, la sua interpretazione, i suoi effetti e l'amministrazione del medesimo (art. 8 della Convenzione).

### Capitolo 3 – Il riconoscimento del *trust*

L'art. 11 stabilisce espressamente che un *trust* costituito in conformità alla legge che lo regola (determinata secondo quanto previsto nel capitolo 2) dovrà essere riconosciuto come *trust*. Con la parola "riconoscimento", l'articolo 11 intende dare accoglienza in un determinato territorio agli effetti di un rapporto giuridico sostanziale regolato da una determinata legge.<sup>178</sup> Pertanto, un giudice di un paese di *civil law*, che ha ratificato la Convenzione, deve riconoscere gli effetti di un *trust* di *common law* (nei limiti di quanto stabilito dagli artt. 15, 16 e 18): ad esempio un giudice italiano deve riconoscere un *trust* istituito in Italia da un cittadino inglese, disciplinato dalla legge inglese, e costituito da beni immobili siti in Italia.

Il dibattito verte, a questo punto, principalmente sul riconoscimento dei cosiddetti *trust* interni, quelli cioè "i cui elementi obiettivi (residenza del disponente, localizzazione dei beni conferiti in *trust*, residenza dei beneficiari), non modificabili dal disponente, sono connessi a un solo ordinamento giuridico" e il cui unico elemento di estraneità è rappresentato dalla legge straniera che lo disciplina.<sup>179</sup>

Il testo della Convenzione, sul punto, dispone che "Nessuno stato è tenuto a riconoscere un *trust*, i cui elementi importanti, ad eccezione della scelta della legge da applicare, del luogo di amministrazione e della residenza abituale del *trustee*, sono più strettamente connessi a Stati che non prevedono l'istituto del *trust* o la categoria del *trust* in questione" (art. 13 della Convenzione).

---

c) dalla residenza o della sede degli affari del *trustee*;

d) degli obiettivi del *trust* e dei luoghi dove dovranno essere realizzati.

<sup>178</sup> De Donato A., De Donato V., D'Errico E., *Trust convenzionale*, Roma, 1999, pag. 83.

<sup>179</sup> Lupoi M., *op. cit.*, pagg. 451-452.

Sul punto la norma sembra astrattamente prevedere che un giudice di uno Stato come l'Italia possa non riconoscere efficacia alla costituzione di un *trust* "interno". Tuttavia, di fatto, la stessa Convenzione ha invece contribuito alla diffusione nei paesi di *civil law* del riconoscimento dei *trust* interni retti da leggi di *common law*. Tale riconoscimento è subordinato alla non violazione dei limiti imposti dagli artt. 15, 16, 17 e 18 della Convenzione, limiti che attengono all'ordine pubblico, alle norme di applicazione necessaria (norme speciali di ordine pubblico) e alle disposizioni imperative.

Illustrati i limiti al riconoscimento del *trust*, l'art. 11 enuncia gli effetti del riconoscimento dello stesso:

- i creditori personali del *trustee* non possono sequestrare i beni in *trust*;
- i beni del *trust* sono separati dal patrimonio del *trustee* in caso di insolvenza di quest'ultimo o di sua bancarotta;
- i beni del *trust* non fanno parte del regime matrimoniale o della successione dei beni del *trustee*;
- il *trustee* può agire come attore o come convenuto;
- il *trustee* può comparire nella sua qualità dinnanzi a notai e pubbliche autorità.

Queste regole si applicano a prescindere dalla loro esistenza nella legge regolatrice del *trust*.<sup>180</sup>

Ultimo punto affrontato nella Convenzione riguarda la registrazione dei beni conferiti in *trust* da parte del *trustee* a tale titolo. L'art. 12 prevede che "il *trustee* che desidera registrare i beni mobili e immobili, o i documenti attinenti, avrà facoltà di richiedere l'iscrizione nella sua qualità di *trustee* o in qualsiasi altro modo che riveli l'esistenza del *trust*, a meno che ciò non sia espressamente vietato o sia incompatibile a norma della legislazione dello Stato nel quale la registrazione deve avere luogo".

---

<sup>180</sup> Lupoi M., *op. cit.*, pagg. 444-445.

L'articolo riportato, che non chiarisce in base a quali criteri debba decidersi una presunta incompatibilità, comporta che nel caso in cui tale incompatibilità fosse dichiarata, non sarà possibile opporre a terzi l'effetto segregativo tipico del *trust*.

La disamina delle disposizioni della Convenzione, seppur incompleta, risulta premessa imprescindibile al fine di condurre una effettiva analisi delle possibilità operative dei *trust* in Italia, inclusi, per quel che ci interessa, quelli applicabili alla finanza di progetto.

### *Il trust nell'ordinamento italiano dopo la Convenzione dell'Aja*

Sui punti più delicati della normativa, natura della Convenzione, compatibilità del *trust* con la tradizione giuridica italiana e ammissibilità dei cosiddetti *trust* interni, la dottrina si è divisa.

Una ulteriore problematica dottrinarica connessa al *trust* riguarda, appunto, la scissione proprietaria. Al riguardo, da una parte chi ritiene che sussista una assoluta inapplicabilità del *trust* nei regimi di *civil law*, in quanto contrario a principi fondamentali, quali l'unicità e l'assolutezza del diritto di proprietà e il *numerus clausus* dei diritti reali, dall'altra, chi ribalta tale prospettiva.<sup>181</sup>

I primi, riconducibili a quanto sostenuto dal Franceschelli, ritengono che il *trust* sia “un rapporto fiduciario, derivante dalla volontà privata o dalla legge, in virtù del quale colui (*trustee*) che ha su determinati beni o diritti la proprietà formale (*trust ownership* o *legale estate*) è tenuto, per effetto della proprietà sostanziale che non è in lui, a custodirli e/o amministrarli, o comunque a servirsene a vantaggio di uno o più beneficiari, tra i quali può anche essere compreso, o di uno scopo”.<sup>182</sup>

---

<sup>181</sup> Il principio del numero chiuso dei diritti reali significa che le figure delle situazioni reali sono determinate solo dall'ordinamento giuridico e che le parti non hanno alcuna autonomia al riguardo. Vedi, per approfondimenti, Comporti M., *Cose, beni e diritti reali*, in Istituzioni di diritto privato, a cura di Bessone M., Giappichelli Editore, Milano, 1998, pag. 353.

<sup>182</sup> Franceschelli R., *op. cit.*, pag. 138.

Sulla base di tale definizione si è radicata la teoria dello “sdoppiamento del diritto di proprietà”, comportante l’inapplicabilità del *trust* nei regimi di *civil law*, in quanto contrario a principi fondamentali, quali, appunto, l’unicità e l’assolutezza del diritto di proprietà ed il *numerus clausus* dei diritti reali.

La stessa scuola di pensiero ritiene, pertanto, che il *trust* riconosciuto dalla Convenzione sia proprio quello dei paesi anglosassoni: quello cioè caratterizzato dalla *fragmentation of ownership* (scissione proprietaria) la proprietà formale acquistata dal *trustee* e quella del beneficiario, sostanziale, tutelata dall’*equity*.<sup>183</sup>

La scuola di pensiero facente capo a Lupoi, di contro, dà del *trust* la seguente definizione “obbligazione non nascente dallo *ius civile*, che grava sul titolare di un diritto, ha per oggetto le forme di godimento e il finale trasferimento del diritto a terzi ed è tutelata nell’ambito di un ordinamento distinto dallo *ius civile*, ma ad esso non contrapposto”.<sup>184</sup>

Pertanto il *trustee* diventa unico titolare del diritto (diritto di proprietà ex art. 832 c.c.), ma è vincolato all’esercizio e al trasferimento finale del diritto medesimo. Il *trust*, pertanto, non dà luogo a uno sdoppiamento del diritto di proprietà: i beni in *trust* sono solo e soltanto del *trustee*. Il *trustee* subisce una limitazione al suo diritto di godimento dei beni in *trust*, diritto che la legge gli riconosce come diritto soggettivo assoluto: “il proprietario ha il diritto di godere e disporre delle cose in modo pieno ed esclusivo” (art. 832 del c.c.). In altre parole, la titolarità del diritto di proprietà del *trustee* è piena, mentre l’esercizio di tale diritto è limitato al fine di perseguire gli scopi dell’atto costitutivo.

A tale orientamento si ricollega, oggi, la dottrina secondo la quale la Convenzione non ha recepito il modello negoziale di *common law* ma

---

<sup>183</sup> Si rimanda sul punto anche alla definizione fornita dal Caringella F., *Studi di diritto civile*, Giuffrè, Milano, 2003: “il negozio di *trust* comporta uno sdoppiamento tra proprietà sostanziale (*equitable estate*) che spetta al beneficiario del *trust*, e proprietà formale (*legal estate*), che spetta, invece, al *trustee*, il quale, pur essendo formale proprietario dei beni conferiti in *trust*, non potrà disporre e godere in maniera piena ed esclusiva degli stessi, costituendo essi “un patrimonio separato” a vantaggio del beneficiario”.

<sup>184</sup> Lupoi, *op. cit.*, 973 e ss.

una “una serie aperta di fattispecie che appartengono agli ordinamenti di *common law* come a quelli di *civil law*”.<sup>185</sup>

Strettamente connesso al riconoscimento del *trust* appare il problema dell'ammissibilità del *trust* interno, che, nel nostro paese, si presenterebbe come un *trust* istituito da persona (fisica o giuridica) residente in Italia, su beni siti in Italia a favore di un beneficiario italiano, residente in Italia, sia o meno il *trustee* residente in Italia, con legge regolatrice del *trust* straniera.

Anche su questo punto la dottrina è divisa: chi afferma l'inammissibilità del *trust* interno e chi ritiene che tale ammissione sia possibile.

I primi ritengono che di fronte una fattispecie che non presenti collegamenti territoriali con diversi ordinamenti giuridici, non si pone la questione della libertà di scelta di legge applicabile (art. 6 della Convenzione). Pertanto, la legge da applicare sarebbe quella del paese in cui si collocano gli elementi importanti del *trust* (nell'esempio la legge italiana) e “qualora la legge applicabile non conosca l'istituto del *trust* (così come definito dall'art. 2 della Convenzione) non potrà darsi luogo al riconoscimento come *trust* del rapporto giuridico, localizzato nell'ordinamento la cui legge è applicabile”.<sup>186</sup> Ne consegue, quindi, l'impossibilità di riconoscere, quale *trust*, un rapporto che abbia in un ordinamento in cui tale istituto è sconosciuto, la localizzazione di tutti gli elementi.

Coloro che condividono tale orientamento ritengono che una Convenzione di diritto internazionale privato, per quanto ratificata con legge ordinaria, non “può introdurre surrettiziamente il *trust* all'interno di un ordinamento che per tradizione non lo prevede”, con l'ulteriore implicazione di consentire all'autonomia privata di violare i principi inderogabili come quello di cui all'art. 2740 c.c..<sup>187</sup>

---

<sup>185</sup> Lupoi, *Trusts*, Milano, 1997, pag. 426.

<sup>186</sup> Brogini G., *op. cit.*, pag 19.

<sup>187</sup> Trib. Belluno, decreto 25 settembre 2002.

Una ulteriore spiegazione alla illegittimità del *trust* interno attiene, infatti, una delle disposizioni del nostro ordinamento, da molti ritenuta norma inderogabile e di applicazione necessaria, l'art. 2740 del c.c.<sup>188</sup> Si sostiene che la Convenzione non può introdurre una ulteriore ipotesi di patrimonio separato, in quanto, in conformità all'art. 2740 del c.c., “fin troppo evidenti” sono “gli indici che la legge fornisce nel senso che la separazione è realizzabile solo dalla legge”.<sup>189</sup>

Coloro che si oppongono a tale orientamento ritengono che la convenzione e la legge di ratifica abbiano risolto il possibile contrasto tra l'ammissibilità del *trust* interno e i principi del nostro ordinamento: è la stessa legge di ratifica della Convenzione dell'Aja, quindi, a legittimare la deroga alla responsabilità patrimoniale universale del debitore, per la quale vige una assoluta riserva di legge.<sup>190</sup>

La funzione economico-sociale del *trust* si estrinseca segnatamente nella segregazione: non è possibile, pertanto, negare l'effetto segregativo per violazione dell'art. 2740 del c.c., in quanto ciò precluderebbe “l'esistenza giuridica per il nostro ordinamento di qualsiasi *trust*, mentre c'è la legge di ratifica che sancisce il contrario, facendo eccezione solo in relazione all'ordine pubblico e a determinate categorie di esigenze elencate nella stessa Convenzione ratificata (art. 15)”.<sup>191</sup>

Sul punto la giurisprudenza concorda.<sup>192</sup> Inoltre, gli stessi ritengono che nei limiti in cui il *trust* opera nel nostro ordinamento non comporta lo sdoppiamento della proprietà ma, semmai, una proprietà nell'interesse altrui.<sup>193</sup>

---

<sup>188</sup> Gazzoni F., *Tentativo dell'impossibile (Osservazioni di un giurista “non vivente” su trust e trascrizione)*, in “Rivista Notarile”, 2001, pag. 13.

<sup>189</sup> Castronovo C., *op. cit.*, pag. 1327.

<sup>190</sup> Si rimanda a Lupoi M., *Lettera a un notaio conoscitore dei trust*, in “Trusts e attività fiduciarie”, 2002, pag. 169 e segg.; Manes P., *Trust e art. 2740 c.c.: un problema finalmente risolto*, in “Contratto e impresa”, n. 2 maggio agosto 2002, pag. 570 e segg..

<sup>191</sup> Manes P., *op. cit.*, pag. 574.

<sup>192</sup> Molteplici sono le decisioni giurisprudenziali circa il riconoscimento della piena legittimità del *trust* e della sua compatibilità con le norme di diritto interno. Per tutte si rimanda a Trib. Pisa, 22 dicembre 2001, pubblicata in “Trust”, 2002, p. 241.

<sup>193</sup> Per approfondimenti si rimanda a Gambaro A., *Appunti sulla proprietà nell'interesse altrui*, in “Trusts e attività fiduciarie”, aprile 2000, pag. 169 e segg..

Come già richiamato nell'analisi della Convenzione, l'art. 13 riconosce il potere, allo Stato che dovrebbe provvedere al riconoscimento, di rifiutarlo "se gli elementi costitutivi del *trust*, all'infuori della legge regolatrice richiamata (*i cosiddetti trust interni*), rimandano a un diverso ordinamento che non conosca l'istituto." Tale articolo della Convenzione è volto a tutelare la sovranità dello Stato chiamato al riconoscimento. Teoricamente, lo Stato italiano potrebbe non riconoscere un *trust* interno, sulla base del disposto dell'art. 13 della Convenzione. Tuttavia, come già osservato, se fosse negata validità ai *trust* interni, regolati da legge straniera, si arriverebbe al paradosso per il quale sarebbe obbligatorio riconoscere in Italia *trust* istituiti da stranieri, aventi ad oggetto beni siti in Italia e regolati da una legge estera, e, al contrario, negare riconoscimento al *trust* costituito da cittadino italiano.

Al fine di favorirne il riconoscimento, la Convenzione detta all'articolo 15 una serie di clausole di salvaguardia, riconducibili alle norme di applicazione necessaria, alle norme di ordine pubblico interno dello Stato che provvederà al riconoscimento ed infine, alle cosiddette norme di ordine pubblico internazionale.

Senza soffermarci, ulteriormente, sull'esame delle ragioni degli opposti orientamenti, basti accennare all'effettiva risposta che la giurisprudenza italiana ha fornito in materia di *trust*. Al riguardo numerosi sono i provvedimenti giurisprudenziali che, esaminando le fattispecie sottoposte al loro esame, hanno indirettamente e direttamente riconosciuto l'ammissibilità sul territorio del *trust* interno.<sup>194</sup>

---

<sup>194</sup> Trib. Milano, 27 dicembre 1996, in *Società*, 1997, 585; Trib. Genova, 24 marzo 1997, in *Giur. Comm.*, 1998, 759; Trib. Lucca, 23 settembre 1997, in *Foro it.*, 1997, I, 2007;; Trib. Bologna, 16 giugno 2003, in *Guida al diritto*, il sole 24 ore, n. 45, 2003, 52 ss; Trib. Fall. di Roma del 4 marzo 2002, in *Trusts* ed attività fiduciarie, 2003, 4, 411; Trib. Verona, 8 gennaio 2002, in *Trusts* cit., 2002, 4, 409.

### *I modelli di trust*

Il *trust* è uno strumento giuridico di estrema flessibilità, suscettibile di utilizzo al fine di perseguire differenti e complesse finalità.

La dottrina ha elaborato molteplici classificazioni di *trust* con riferimento a differenti profili: profilo strutturale, funzionale, costitutivo ecc.

Con riferimento al profilo strutturale si distinguono i *trust* che prevedono trasferimenti dal disponente in favore del *trustee* e quelli nei quali *settlor* e *trustee* coincidono (i cosiddetti *trust* autodichiarati). Si parla, in tal caso, di *trust* statici e di *trust* dinamici: statici quelli in cui *settlor* e *trustee* coincidono, dinamici quelli in cui vi è il trasferimento del diritto dal disponente al *trustee* terzo.<sup>195</sup>

Altra possibile variazione sul piano funzionale riguarda la distinzione tra *trust* di scopo e *trust* con beneficiari. Nei primi manca l'identificazione del destinatario: in tal caso il trasferimento del diritto da parte del disponente è rivolto ad uno scopo generale (si parla in tal caso di *trust* di scopo). All'interno di tale categoria rientrano anche i cosiddetti *charitable trusts*, molto diffusi nei paesi anglosassoni, il cui scopo rientra in alcune categorie tipizzate come "*charitable*" a livello giurisprudenziale.

Dal punto di vista costitutivo, si distingue tra *trust* espressamente costituiti, cioè volontari, e *trust constructive* o *resulting*, quelli cioè che vengono a formarsi "automaticamente" nell'ambito delle regole anglosassoni di "*equity*".

I primi sono formati per mezzo di un negozio unilaterale, che ha natura recettizia solo quando il disponente è distinto dal *trustee*. Vi è infatti una dichiarazione espressa di volontà da parte del disponente per mezzo di un atto che va a regolamentare la disciplina dello stesso

---

<sup>195</sup> Batoli S., *Il trusts auto-dichiarato nella Convenzione dell'Aja sui trusts*, in "*Trusts*", 2005, p. 355. Sulle pronunce giurisprudenziali in merito all'ammissibilità dei *trust* autodichiarati si veda Trib. Rovereto 28 ottobre 2005; Trib. Parma 21 ottobre 2003; Trib. Verona 8 gennaio 2003.

*trust*, non essendoci alcuna proposta contrattuale effettuata dal *trustee* ma un atto di volontà del solo disponente. Mentre i secondi sono *trust* che si formano non per espressa previsione del disponente, ma in base ad altre fonti, quali la legge o, nell'ambito dei Paesi di *common law*, una regola di *equity*.

Con riferimento alla determinazione dei beneficiari, si distingue tra *trust* fissi e *trust* discrezionali; nei primi ai beneficiari vengono attribuiti predeterminati diritti specificatamente individuati nell'atto di *trust*, quale ad esempio il diritto di ricevere al termine della vita del *trust* il patrimonio istituito in *trust*; nei *trust* discrezionali al *trustee* spetta il potere di stabilire se attribuire i benefici e a quali soggetti assegnarli.<sup>196</sup>

Il *trust* è uno strumento molto flessibile ed idoneo ad essere impiegato in ambito commerciale, finanziario, familiare e successorio.

In particolare, nell'ambito commerciale e finanziario, il *trust* può essere impiegato per prestiti obbligazionari, per operazioni di finanziamento, per fornire una garanzia, nonché per la gestione di somme di denaro o di un patrimonio immobiliare.

Come si può intuire, il *trust* è uno strumento in cui l'autonomia privata può ampiamente esprimersi. I vantaggi di ricorrere al *trust* sono numerosi e risulteranno evidenti dopo l'esame del *trust* impiegato alle operazioni di finanza di progetto.

Il quadro sintetico delle varie tipologie di *trust* permette di comprendere ove si collochino i *trust* utilizzabili nelle operazioni di finanza di progetto.

Di seguito andremo ad analizzare l'utilizzo dello strumento giuridico del *trust* nelle operazioni di *project financing*, nel finanziamento cioè di un progetto industriale quando è previsto che il rimborso avvenga tramite i flussi di cassa prodotti dall'opera realizzata.

---

<sup>196</sup> Per approfondimenti sul punto si rimanda a Lupoi M., *Trusts*, Milano, Giuffrè Editore, 2001; Moja A., *Il trust nel diritto civile e tributario*, Maggioli Editore, luglio 2007, p. 54 e segg..

## Capitolo Quarto

### Il patrimonio destinato e il project financing

Di seguito l'esame della disciplina dei patrimoni destinati, al fine di mettere in luce come, attraverso tale istituto, si atteggiano le caratteristiche essenziali del *project financing*: la segregazione delle attività e dei cash flow del progetto dalle vicende dello sponsor, gli effetti nel bilancio dello sponsor della costituzione della società veicolo, l'elevato livello di indebitamento dell'unità economica incorporante del progetto, nonché il *security package*.

#### **1. La segregazione delle attività e dei cash flow**

La caratteristica essenziale della finanza di progetto, nota come *ring fence*, è la "segregazione" dei rischi e delle responsabilità relative alla realizzazione del progetto rispetto quelli facenti capo ai promotori/*sponsor*.

Come già dimostrato, il veicolo societario risulta essere funzionale alla finalità del *ring fence*.

Il regime di separazione attiene da una parte i beni strumentali alla realizzazione del progetto nonché i flussi monetari rivenienti dallo stesso, i quali sono destinati, in via prioritaria, al soddisfacimento delle pretese creditorie dei finanziatori.

Al fine di verificare l'effettiva funzionalità operativa del patrimonio destinato al *ring fence* del *project financing*, occorre soffermarsi a considerare quanto prevede la specifica disciplina con riferimento a questo aspetto.

Ai fini della presente analisi, si farà riferimento al patrimonio destinato che comporta il coinvolgimento di soggetti terzi, in quanto nella finanza di progetto la partecipazione di soggetti terzi è elemento peculiare e imprescindibile.

Per “terzi” intendiamo terzi rispetto alla società: non solo i soggetti che effettuano l’apporto con il diritto di partecipazione ai risultati dell’affare, ma anche i finanziatori “tradizionali” in senso stretto.

### *I beni e i rapporti giuridici*

In primo luogo la segregazione riguarda dapprima il patrimonio (in senso statico) che viene vincolato, per effetto della delibera costitutiva, allo specifico affare. Il patrimonio destinato è un fenomeno di “separazione patrimoniale”, inteso, secondo quanto riportato letteralmente all’art. 2447-*bis* lett. a) c.c., come insieme di “beni e rapporti giuridici”.

Successivamente alla costituzione, l’imputazione al patrimonio destinato riguarderà, a partire dal momento della realizzazione dell’affare, in ottica dinamica, anche i risultati dell’attività svolta.

L’interpretazione che ne fanno alcuni Autori è nel senso di essere una separazione “statica”.<sup>197</sup>

Tuttavia, tale orientamento sembra essere contraddetto dallo stesso articolato: la separazione riguarda l’oggetto dell’attività di impresa, il che significa che il complesso dei beni che compongono il patrimonio è disciplinato sotto il profilo funzionale, cioè, patrimonio strumentale all’attività gestoria.<sup>198</sup>

La separazione non rileva solo per l’appartenenza dei beni, quanto per la loro destinazione allo svolgimento di un’attività ed alla conseguente imputazione delle relative obbligazioni: il che significa che la separazione non è fine a se stessa o non è il risultato della diversa titolarità dei beni oggetto di separazione. Essa si contraddistingue per essere strumento per l’esercizio di un’attività di impresa cioè per la realizzazione di un certo programma imprenditoriale. Ciò comporta

---

<sup>197</sup> Carrière P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in “Rivista delle società”, 2003, 5, pag. 1021;

<sup>198</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1213.

che dal valore dei beni si passa alla loro capacità di produrre redditi: il che giustifica la necessità del piano economico-finanziario.<sup>199</sup>

Il piano economico-finanziario è l'elemento fondamentale della delibera di costituzione del patrimonio destinato, da cui esso deve risultare la congruità del patrimonio destinato rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte ai terzi (art. 2447-ter, comma 1°, lett. c).<sup>200</sup>

Attraverso la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, la società non si priva dei beni e dei rapporti segregati, in quanto essi, pur facendo parte costantemente, dal punto di vista giuridico-formale, del patrimonio della società sono sottoposti a una particolare disciplina sotto il profilo della responsabilità patrimoniale, senza alcun "trasferimento" se non di tipo "contabile".<sup>201</sup>

L'art. 2447-bis, comma 2°, vieta che il patrimonio destinato presenti *un valore* superiore al 10% del patrimonio netto della società. E' stato osservato, in dottrina che ben può accadere che il patrimonio separato rappresenti una fetta considerevole delle attività della società.

Il motivo è da ricercarsi nell'interpretazione che la dottrina fa dell'art. 2447-bis, 2° comma: per *valore* del patrimonio si intende il valore netto del patrimonio destinato, vale a dire la somma algebrica del

---

<sup>199</sup> Ferro-Luzzi P., *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in "Rivista Notarile", 2001, I, p. 273; Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1217-1218; Zoppini A., *op. cit.*, pag. 551.

<sup>200</sup> L'OIC precisa che il piano economico-finanziario, di solito pluriennale perché esteso a tutta la durata prevista dell'affare, risulti composto da:

- a) piano economico;
- b) piano finanziario;
- c) piano degli investimenti.

Si rimanda a Organismo Italiano di Contabilità, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, pag. 19.

<sup>201</sup> Rubino De Ritis M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Il nuovo diritto societario diretto da Abbadessa P., Portale G.B., 1, Utet, pag. 822.

valore di libro dei beni, dei crediti “trasferiti” e dei debiti “accollati” al patrimonio destinato.<sup>202</sup>

Si pensi all’ipotesi in cui la società ha un patrimonio netto di 1.000 ed è priva di debiti, laddove il patrimonio destinato ha beni per 10.000 e debiti per 9.900, con una consistenza di 100 che rientra nella misura del 10% del patrimonio netto della società costituente.<sup>203</sup>

Ciò a conferma di una interpretazione della norma che riferisce il limite dimensionale dei patrimoni destinati al valore delle attività al netto dei debiti “trasferiti”.

Se così non fosse, il confronto tra valore del patrimonio destinato e valore del patrimonio netto della società non sarebbe tra grandezze omogenee.<sup>204</sup>

A ulteriore supporto della tesi, secondo la quale nel patrimonio destinato possono essere incluse anche le passività, e queste sono considerate nel computo del limite del 10%, è l’art. 2447-ter, comma 1°, lett. b) che prevede che la delibera di costituzione deve indicare “*i beni e i rapporti giuridici compresi in tale patrimonio*”, intendendo che tali rapporti possono essere comprensivi di posizioni giuridiche attive e passive; cioè di valori attivi (crediti) e passivi (debiti).<sup>205</sup>

La norma non prevede esplicitamente indicazioni circa la tipologia dei *beni e dei rapporti giuridici*. Al riguardo sembra opportuna qualche riflessione circa i beni che possono essere segregati.

I beni devono essere strumentali alla realizzazione dell’affare. Essi possono essere mobili o immobili, materiali o immateriali; non è previsto alcun limite circa la natura delle entità segregabili: potrebbe essere destinato al patrimonio destinato anche il diritto a stipulare un

---

<sup>202</sup> Lenzi R., Lenzi R., *i patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell’affare*, in “Rivista del Notariato”, Vol. LVII, Maggio-Giugno, 2003, 3, pag. 555.

<sup>203</sup> D’Alessandro F., *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in “Le Società”, 2004, n. 9, p. 1061; Borsa Italiana s.p.a. (osservazioni), *Nota tecnica sui patrimoni destinati*, in “Rivista delle società”, 2002, pag. 1588.

<sup>204</sup> Rubino De Ritis M., *op. cit.*, pag. 844.

<sup>205</sup> Sulla dottrina che condivide tale approccio si veda, tra gli altri, Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 33; Campobasso G. F., *Diritto commerciale*, 2, Diritto delle società, (a cura di) Campobasso M., Torino, 2006, pag. 185; Fimmanò F., *op. cit.*, pag. 834.

contratto di appalto, dopo l'aggiudicazione, o ancora, un bene immobile gravato da ipoteca, o ancora, con riferimento agli apporti di terzi, un bene gravato dal vincolo della restituzione.<sup>206</sup>

Il riferimento ai *rapporti giuridici* deve intendersi nel senso che sono oggetto di destinazione non solo i beni di proprietà della società o conferiti da terzi a tale titolo, ma anche beni di cui la società (o il terzo che effettua l'apporto) abbia solo l'utilizzo o il godimento (ad es. la società "gemmane" o i terzi apportanti destinano allo svolgimento dello specifico affare beni in leasing).

Si tratta, pertanto, di beni che sono asserviti al patrimonio ma che, non intestati alla società, non costituiscono oggetto di garanzia per i creditori del patrimonio destinato.<sup>207</sup> Non vi sono, quindi, limiti qualitativi alle entità che possono essere segregate.

Ciò costituisce un importante vantaggio per preferire la costituzione del patrimonio destinato a quello di una società. Possono essere oggetto di destinazione: l'assunzione di un obbligo di *non facere*, una fideiussione, un brevetto, il know-how, situazioni contrattuali afferenti la realizzazione dello specifico affare, quali ad esempio, rapporti giuridici di deposito, apertura di credito, finanche il diritto a stipulare un contratto di appalto dopo l'aggiudicazione.<sup>208</sup>

### *I frutti e i proventi*

L'attuazione e la gestione dell'affare sono volte a produrre un risultato economico che l'art. 2447-*quinquies* definisce *frutti o proventi dell'affare*.

In effetti, nella logica del *project financing*, sono i frutti dell'affare a costituire la primaria fonte di adempimento dell'obbligazione assunta dalla società verso i finanziatori.

---

<sup>206</sup> Rubino De Ritis M., *op. cit.*, pag. 843.

<sup>207</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1226.

<sup>208</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Maggio 2005; per approfondimenti si rimanda a Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1247.

I frutti sono oggetto di separazione in virtù dell'art. 2447-*quinquies*, comma 1, il quale dispone imperativamente che *i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, salvo che per la parte spettante alla società, sui frutti o proventi da esso derivanti.*

La norma conferma che i frutti o i proventi derivanti dall'affare sono parte integrante, e spesso significativa, del patrimonio dedicato. In virtù dell'appartenenza dei frutti al patrimonio dedicato, anch'essi sono soggetti al regime di responsabilità del patrimonio destinato con ciò chiaramente affermandosi il principio che, pur nell'alea di rischio dell'andamento dell'affare, la società attende i frutti derivanti dalla gestione dello stesso.

Nel caso in cui vi sia stato l'apporto di terzi, la parte di utili prodotta dall'affare "sconta" anche la parte che deve essere attribuita ai "finanziatori/conferenti".<sup>209</sup>

L'articolato sui patrimoni destinati non offre indicazioni specifiche circa la determinazione dell'utile né, per quanto ci interessa in questa sede, sulla sua destinazione alla garanzia del patrimonio destinato, né, di riflesso, sulla parte attribuibile alla società.<sup>210</sup>

Circa il primo aspetto, la determinazione dell'utile, si rimanda al paragrafo 3.1.2, nel quale sono affrontati gli aspetti contabili sui criteri di rilevazione contabile dei fatti e degli accadimenti del patrimonio destinato.

Quanto alla destinazione dell'utile accertato, vi sono due aspetti che rilevano: gli apporti (eventuali) di terzi e il diritto della società, *per la parte a questa spettante.*

Una parte dell'utile accertato, secondo quanto previsto dall'art. 2447-*ter*, lett.c), sempre che l'atto di destinazione lo preveda, è attribuito ai terzi partecipanti all'affare. Il concorso di terzi alla partecipazione dei

---

<sup>209</sup> Si rimanda al paragrafo 3.1.2. *Effetti sul bilancio del promotore* per approfondimenti.

<sup>210</sup> Inzitari B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Le Società", 2003 pag. 301.

risultati dell'affare, nel caso in cui si producano utili, dà diritto a che una parte di questi siano di pertinenza degli stessi.<sup>211</sup>

Determinata e sottratta la parte attribuita ai terzi, l'utile "residuo" confluisce nel patrimonio destinato o può essere appreso dalla società?<sup>212</sup>

In effetti, la lettura dell'art. 2447-*quater*, comma 1°, afferma che i creditori sociali possono agire sui proventi del patrimonio *per la parte spettante alla società*.

Il punto merita una riflessione: come determinare la parte spettante della società? Coincide con l'intero utile residuo o possono ammettersi ulteriori limiti?

Ammettendo che l'utile residuo, per l'intero o per una parte, entri nella disponibilità della società, allora esso diviene aggredibile dai creditori generali.<sup>213</sup>

Tuttavia, gli stessi Autori che condividono tale orientamento osservano che "dovrà essere accantonata anche quella percentuale dei frutti...che secondo il piano economico-finanziario, inevitabilmente possono essere necessari per la realizzazione dell'affare...escludendo pertanto, per questa parte, l'attribuibilità alla società".<sup>214</sup>

Del resto, lo stesso art. 2447-*quinquies*, comma 1°, quando fa riferimento ai frutti e ai proventi *per la parte spettante alla società*, riconosce, espressamente, che non tutti i frutti e i proventi siano attribuiti alla società, ma solo quella parte che sia assegnabile alla società senza compromettere la continuazione e la realizzazione dell'affare.

Posto che gli utili assegnati alla società si confondono nel patrimonio di questa ultima, emerge la necessità di individuare dei limiti alla distribuzione. Essi possono essere rintracciati nella necessità da un

---

<sup>211</sup> Nel documento OIC 2, la quota di utile (o perdita) dell'affare di spettanza del terzo apportante va iscritta come costo (o provento): si rimanda a Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 15. A condividere l'interpretazione secondo la quale la remunerazione degli eventuali apporti dei terzi costituisce un onere finanziario: Niutta A., *op. cit.*, pag. 156; Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 61.

<sup>212</sup> Favorevoli all'orientamento circa il fatto che l'utile dell'affare, al netto delle somme dovute ai terzi, entri nella disponibilità della società: Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 61; Comporti C., *op. cit.*, pag. 998; Lamandini M., *op. cit.*, pag. 502.

<sup>213</sup> Inzitari B., *op. cit.*, pag. 176.

<sup>214</sup> Inzitari B., *op. cit.*, pag. 176.

lato di evitare di distribuire valori distraendoli alla garanzia dei creditori del patrimonio; dall'altro di mantenere il requisito della congruità rispetto all'affare".<sup>215</sup>

In effetti, come rileva Colombo, l'accantonamento si eleva ad obbligo esistente in capo agli amministratori verso i creditori particolari di accantonare corrispondenti quantità degli utili dell'affare.<sup>216</sup>

Tale esigenza impone, quindi, di non distribuire utili prima dell'accantonamento di quella quota percentuale dei frutti e dei proventi che, secondo il piano economico finanziario, inevitabilmente può essere necessaria per la realizzazione dell'affare o per la sua prosecuzione, escludendone, pertanto, l'assegnazione alla società.

In sintesi, la possibilità che la società faccia propri gli utili maturati sulla condizione dell'affare incontra due limiti (oltre quello ovvio che si debba trattare di utili realmente conseguiti) e cioè il rispetto della percentuale prevista a favore dei terzi che partecipano al patrimonio ed il rispetto delle regole di accantonamento imposte dal piano economico-finanziario.<sup>217</sup>

---

<sup>215</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1251.

<sup>216</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 62. L'Autore osserva tuttavia che "pare però difficile ammettere che l'indicazione nel piano economico finanziario basti ad estendere agli utili dell'affare, di pertinenza della società, l'effetto "reale" della "separatezza" dal patrimonio di questa; sì che da un lato mi pare alquanto dubbio che su questi utili non possano soddisfarsi i creditori generali della società, dall'altro mi pare che la delibera di distribuzione di tali utili sia perfettamente valida, salva la responsabilità della società verso i creditori particolari per comportamenti difformi dal piano" (Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 62). Sul punto Niutta rileva che "...fino a quando vi siano creditori particolari del patrimonio destinato che possano avanzare pretese con riferimento allo stesso, eventuali proventi dell'affare che siano pure astrattamente di pertinenza della società (essendo stati remunerati gli autori degli apporti e pagati i titolari di crediti liquidi ed esigibili) dovrebbero essere accantonati nel patrimonio destinato come riserva. Tale quota di proventi, cioè, non solo resta indisponibile per i soci, ma non è neppure utilizzabile per coprire perdite della società, ché ciò contrasterebbe con la sua inutilizzabilità per pagare creditori sociali generali prima della liquidazione del patrimonio destinato. *Ciò non toglie, rileva l'Autore che i creditori sociali generali possano comunque aggredire gli utili di pertinenza della società*" (Niutta A., *op. cit.*, pag. 156).

<sup>217</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1252.

Strettamente connesso alla segregazione dei frutti e dei proventi, è la necessità, come già osservato, di una contabilità separata del patrimonio destinato.

La contabilità separata costituisce strumento funzionale al calcolo della parte di competenza dei terzi che partecipano al patrimonio destinato con gli apporti, quella destinata all'autofinanziamento, e, infine, quella residua che spetta alla società.<sup>218</sup> La contabilizzazione diventa strumento essenziale per determinare la composizione del patrimonio destinato.

A ben vedere, sulla base delle considerazioni effettuate, in via teorica, il patrimonio destinato può essere studiato come valida alternativa alla costituzione di una società di progetto dotata di responsabilità limitata, perché strumentale al conseguimento del *ring fence* attorno al progetto. In effetti, come già osservato, a tale logica di segregazione risulta funzionale, tradizionalmente, nell'ordinamento italiano, la società di capitali.<sup>219</sup>

In questa prospettiva, la struttura dei patrimoni dedicati della società per azioni assicura a taluni creditori una posizione doppiamente privilegiata:

- il credito è tutelato in maniera specifica dal vincolo di destinazione, sottraendolo alla concorsualità con gli altri creditori dell'impresa;
- sono ridotti i costi di controllo del creditore/investitore, in quanto l'oggetto del monitoraggio si "riduce" solo alla parte di patrimonio destinato, per la quale, presumibilmente, il finanziatore ha raccolto informazioni specifiche.

In effetti, con il nuovo istituto si "destina" alla garanzia di taluni creditori un determinato attivo patrimoniale che è posto al riparo dalle pretese degli *altri* creditori della società.

---

<sup>218</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1246.

<sup>219</sup> Si rimanda al paragrafo XX sul *security package* per gli approfondimenti.

Si realizza, quindi, una forma di garanzia dei creditori nuova: da una parte la separazione è strumentale a sottrarre un nuovo apporto finanziario al regime della garanzia patrimoniale generica e, dunque, alle pretese dei creditori dell'impresa; dall'altra parte si costituisce "una garanzia" non solo sui beni attualmente presenti nel patrimonio, ma anche sul flusso di reddito futuro che il progetto è in grado di generare.

### *La segregazione e l'insolvenza nei patrimoni destinati*

A questo punto, ai fini di una analisi completa sulla segregazione patrimoniale, occorre delineare un breve disamina dei riflessi dell'insolvenza del patrimonio destinato sulla società e del fallimento della società sul patrimonio destinato.

Al riguardo l'articolo 2447-*novies* del c.c. si limita a disporre che alla conclusione dell'affare, realizzato o meno che sia, ovvero al verificarsi delle possibili circostanze che, previste nella delibera costitutiva, determinano la cessazione della destinazione, nonché nell'ipotesi di fallimento della società, gli amministratori redigono un rendiconto finale che deve essere depositato presso il registro delle imprese.<sup>220</sup>

Alla redazione, deposito e iscrizione nel registro delle imprese del menzionato rendiconto possono verificarsi due ipotesi: i creditori "destinati", al momento della cessazione del vincolo di destinazione, possono risultare soddisfatti o insoddisfatti.

Se i creditori risultano soddisfatti, il patrimonio "residuo" dello specifico affare rientra nel patrimonio generale della società e, quindi, nella libera disponibilità degli amministratori.<sup>221</sup>

Di contro, il legislatore riconosce ai creditori dello specifico affare insoddisfatti di impedire il venir meno della destinazione, chiedendo

---

<sup>220</sup> Il fallimento della società è, quindi, causa di impossibilità di prosecuzione dell'affare destinato.

<sup>221</sup> La Rosa F., *op. cit.*, pag. 234;

alla società, entro novanta giorni dal deposito del rendiconto finale, la liquidazione del patrimonio destinato.<sup>222</sup>

Alla liquidazione del patrimonio destinato vanno applicate, per quanto compatibili, le norme sulla liquidazione della società.<sup>223</sup>

L'art. 2447-*novies* prevede che sono comunque salvi, con riferimento ai beni e rapporti compresi nel patrimonio destinato, i diritti dei creditori previsti dall'art. 2447-*quinquies*. Tale regola va interpretata nel senso che, decorsi i tre mesi senza che alcun creditore abbia chiesto la liquidazione del patrimonio destinato, i creditori particolari hanno comunque diritto ad essere soddisfatti sui beni del patrimonio destinato rientrati nel patrimonio generale della società.<sup>224</sup>

Ciò significa che la richiesta di liquidazione non fa venir meno la separazione tra le due masse patrimoniali che permane anche durante la fase di liquidazione: i creditori particolari insoddisfatti non possono, comunque, anche terminata la liquidazione, rivalersi sul patrimonio generale.<sup>225</sup>

L'analisi svolta va completata alla luce del d. lgs. 5/2006, il quale, in linea con la scelta di non attribuire alcuna soggettività giuridica ai patrimoni di destinazione delle S.p.A., non ha introdotto nell'ordinamento una ipotesi di fallimento autonomo del patrimonio.<sup>226</sup>

“In definitiva, sembra doversi logicamente escludere una possibilità di estensione dell'insolvenza del patrimonio destinato su quello residuo dell'azienda che, in ipotesi contraria, non farebbe che negare il perno su cui ruota l'intero istituto, ovvero l'autonomia patrimoniale delle due porzioni di capitale tale per cui delle *obbligazioni contratte in*

---

<sup>222</sup> I creditori dello specifico affare possono chiedere la liquidazione del patrimonio destinato mediante lettera raccomandata da inviare alla società entro novanta giorni dal deposito del rendiconto finale (art. 2447-*novies*, 2° comma).

<sup>223</sup> Art. 2447-*novies*, 2° comma.

<sup>224</sup> Fimmanò F., *La liquidazione delle cellule destinate alla luce della riforma del diritto fallimentare*, in “Le società”, n. 2, 2006, pag. 159 e segg..

<sup>225</sup> La Rosa F., *op. cit.*, pag. 237; Fimmanò F., *op. cit.*, pag. 158.

<sup>226</sup> Tra coloro che escludono l'assoggettabilità al fallimento del patrimonio destinato per mancanza di soggettività dello stesso si veda: Comporti C., *op. cit.*, pag. 1015; Bozza C., *op. cit.*, pag. 148.

*relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato. Anzi, si sostiene che proprio con riguardo al profilo dell'insolvenza la segregazione patrimoniale esplica il suo maggior effetto e trova più forte espressione, non determinando alcun effetto di propagazione.*"<sup>227</sup>

Quanto sopra evidenziato si riferisce al caso dell'"insolvenza" del patrimonio destinato.

Con riguardo al fallimento della società gemmante, abbiamo già accennato che tale ipotesi è prevista espressamente quale causa di cessazione della destinazione patrimoniale (art. 2447-*novies*).<sup>228</sup>

In altre parole il fallimento della società è causa di impossibilità di prosecuzione dell'affare.

Anche in tale ipotesi è prevista la liquidazione ordinaria del patrimonio destinato, considerato che il patrimonio destinato non è dotato di autonoma soggettività giuridica.

I due patrimoni, generale da una parte e destinato dall'altro, sono distinti ai fini del soddisfacimento delle obbligazioni delle due diverse categorie di creditori.<sup>229</sup> "Anche in caso di fallimento della società

---

<sup>227</sup> La Rosa F., *op. cit.*, pag. 238. Si veda anche De Sensi V., *Patrimoni destinati e procedure concorsuali*, Ceradi, Luiss, Luglio 2005; Gennari osserva che "Il venir meno di questo regime particolare della responsabilità nella fase di liquidazione del patrimonio destinato...diverrebbe poco appetibile per la società, che in caso di cattivo andamento dell'affare stesso, si vedrebbe costretta a coprirne, in ogni caso, le perdite con tutte le proprie disponibilità. Nel caso contrario, invece, in cui i beni inizialmente destinati allo specifico affare, riconfluissero automaticamente nel patrimonio generale della alla sua cessazione, sarebbero i creditori particolari a poter lamentare una scarsa tutela dei loro diritti, dal momento che perderebbero contestualmente la propria garanzia "specificata" sui beni destinati, che potrebbero essere aggrediti da tutti i creditori sociali" (Gennari F., *op. cit.*, pag. 147).

<sup>228</sup> Con riferimento a questo punto Fimmanò precisa che se il legislatore avesse voluto considerare il fallimento della società una causa di cessazione necessaria dell'affare, l'avrebbe espressamente detto e non si sarebbe limitato a sancire che in tali ipotesi (casi di cessazione convenzionale contenute nella delibera istitutiva) ed in quella di fallimento si applicano le disposizioni del presente articolo" (Fimmanò F., *La sorte dei Patrimoni destinati nei fallimenti di S.p.A.*, [www.fallimentoonline.it](http://www.fallimentoonline.it)).

<sup>229</sup> L'art. 155 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, come modificato dall'art. 137 del D. Lgs. 5/2006 recante la Riforma organica delle procedure concorsuali prevede che *se è dichiarato il fallimento della società, l'amministrazione del patrimonio destinato ...è attribuita al curatore che vi provvede con gestione separata. Il curatore provvede a norma dell'art. 107 alla cessione a terzi del patrimonio al fine di conservarne la funzione*

permane dunque l'obbligo della gestione separata, e ciò sia che il patrimonio destinato si mostri capiente sia che si riveli insufficiente al soddisfacimento dei creditori particolari, verifica che in ogni caso è rimessa al curatore".<sup>230</sup>

Al riguardo si osserva che in caso di fallimento della società per azioni, il codice prevede solo la possibilità per i creditori particolari di chiedere la liquidazione del patrimonio segregato eventualmente incapiente e non l'insinuazione al passivo del credito residuo, a differenza di quanto vedremo, ex art. 2447-*decies*, comma 6°, per i finanziamenti destinati.

Alla luce delle considerazioni si cui sopra, appare evidente che il legislatore abbia "mantenuto" il regime di separazione tra patrimonio generale e patrimonio destinato nelle due distinte ipotesi di insorgenza di uno stato di crisi finanziaria nell'ambito del patrimonio separato e del fallimento della società per azioni sulla gestione del patrimonio separato.

---

*produttiva. Se la cessione non è possibile, il curatore provvede alla liquidazione del patrimonio secondo le regole della liquidazione della società in quanto compatibili. Il corrispettivo della cessione al netto dei debiti del patrimonio o il residuo attivo della liquidazione sono acquisiti dal curatore nell'attivo fallimentare, detratto quanto spettante ai terzi che vi abbiano effettuato apporti, ai sensi dell'articolo 2447-ter, primo comma, lettera d), del codice civile".*

<sup>230</sup> De Rosa F., *op. cit.*, pag. 244. L'Autore, sul punto, richiama l'art. 156 del R. D. 267/1942, come modificato dall'art. 138 del D. Lgs 5/2006 recante *La riforma organica delle procedure concorsuali*, il quale prevede che *se a seguito del fallimento della società o nel corso della gestione il curatore rileva che il patrimonio destinato è incapiente, provvede, previa autorizzazione del giudice delegato, alla sua liquidazione secondo le regole della liquidazione delle società in quanto compatibili. I creditori particolari del patrimonio destinato possono presentare domanda di insinuazione al passivo del fallimento della società nei casi di responsabilità sussidiaria o illimitata prevista dall'articolo 2447-quinquies, terzo e quarto comma, del codice civile.* Dello stesso orientamento gli Autori: Rocco Di Torrepadula N., *Patrimoni destinati ed insolvenza*, in "Giurisprudenza Commerciale", 31.1, 2004, p. 40 e ss.; Comporti C., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Società per azioni e di capitali II*, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, 2003, pag. 1014.

L'istituto del patrimonio destinato risulta essere funzionale all'isolamento reciproco e generale dei rischi e delle responsabilità facenti capo ad uno specifico affare, rispetto a quelli facenti capo in generale alla società. Si tratta, pertanto, di un fenomeno di segregazione "endosocietaria" in cui per tutte le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare risponde la società solo col patrimonio destinato, salvo le eccezioni di cui si è già discusso. Correlativamente "i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare".

## **2. Effetti sul bilancio del promotore**

Il promotore di una operazione di *project financing*, che costituisce la società veicolo attraverso la sottoscrizione del capitale sociale della stessa, rappresenta, nella fattispecie analizzata, la società gemmante, ossia la società che destina beni e rapporti al "patrimonio destinato" per la realizzazione dello specifico affare.

Nel presente paragrafo si procederà, quindi, a studiare gli effetti, nel bilancio della società costituente (o gemmante) della destinazione dei beni al patrimonio destinato.

Premesso che l'art. 2447-*ter* prescrive che la delibera di costituzione (dello specifico affare) indichi, al punto g), le regole di rendicontazione dello stesso, occorre osservare che, con riferimento allo specifico affare, l'art. 2447-*sexies* impone agli amministratori della società l'obbligo di "tenere separatamente" i libri e le scritture contabili degli artt. 2214 e segg. nonché, come vedremo, la redazione di un separato rendiconto.<sup>231</sup>

La contabilizzazione separata e l'obbligo di rendicontazione periodica, in conformità agli artt. 2447-*sexies* e 2447-*septies*, costituiscono gli

---

<sup>231</sup> Si veda Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 46. Musaiò A., *op. cit.*, pag. 250; Niutta A., *op. cit.*, pag. 15.

elementi essenziali per l'individuazione del patrimonio destinato in ogni fase di svolgimento dell'affare.<sup>232</sup>

L'adozione di sistemi di contabilizzazione separata costituisce condizione per specificare, evitando così commistioni, i beni (fungibili e non), nonché i frutti e i proventi, di pertinenza della società da quelli afferenti lo specifico affare.

Idonee tecniche di contabilizzazione costituiscono condizione imprescindibile ai fini dell'opponibilità del regime di separazione patrimoniale.<sup>233</sup>

“Non è immaginabile una separazione patrimoniale rispetto ai beni e ai rapporti giuridici (nonché ai proventi della medesima) di uno stesso soggetto senza che venga in rilievo l'esigenza di dare un riscontro informativo chiaro e preciso di tale circostanza, il che esige anche la predisposizione di distinte contabilità”.<sup>234</sup>

In altre parole la separazione patrimoniale presuppone la separazione contabile.

Più specificatamente, con riferimento agli aspetti contabili del patrimonio destinato, l'art. 2447-*septies* dispone quanto segue:

1. I beni e i rapporti compresi nei patrimoni destinati ai sensi della lett. a) del primo comma dell'art. 2447-*bis* sono distintamente indicati nello stato patrimoniale della società;
2. Per ciascun patrimonio destinato gli amministratori redigono un separato rendiconto, allegato al bilancio, secondo quanto previsto dagli artt. 2423 e seguenti.
3. Nella nota integrativa al bilancio della società gli amministratori devono illustrare il valore e la tipologia dei beni e dei rapporti giuridici compresi in ciascun patrimonio destinato, ivi inclusi quelli apportati da terzi, i criteri adottati

---

<sup>232</sup> Lenzi R., *i patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in “Rivista del Notariato”, Vol. LVII, Maggio-Giugno, 2003, 3, pag. 571.

<sup>233</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1247.

<sup>234</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 107.

per la imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo, nonché il corrispondente regime della responsabilità.

4. Qualora la deliberazione costitutiva del patrimonio destinato preveda una responsabilità illimitata della società per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare, l'impegno da ciò derivante deve risultare in calce allo stato patrimoniale e formare oggetto di valutazione secondo criteri da illustrare nella nota integrativa.

Inoltre, ai sensi dell'art. 2447-*novies*, quando si realizza ovvero è divenuto impossibile l'affare cui è destinato un patrimonio ai sensi della lett. a) del primo comma dell'art. 2447-*bis*, gli amministratori redigono un rendiconto finale che, accompagnato da una relazione dei sindaci e del soggetto incaricato del controllo contabile, deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese.<sup>235</sup>

Dalle disposizioni sopra riportate giova osservare che il primo, il secondo e il quarto comma dell'art. 2447-*septies* affrontano il tema degli effetti contabili della costituzione del patrimonio destinato nel bilancio della società gemmante; il terzo comma riguarda il rendiconto dello specifico affare.<sup>236</sup>

Di seguito una analisi circa i riflessi nel bilancio della società gemmante della costituzione del patrimonio destinato.

L'esame viene condotto sulla base del principio contabile emanato dall'OIC nel maggio 2005: *OIC 2 Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*. Tale documento, come gli altri principi contabili nazionali, costituisce uno strumento interpretativo e integrativo delle disposizioni del codice civile sulla redazione del bilancio talvolta eccessivamente sintetiche.<sup>237</sup>

---

<sup>235</sup> Per approfondimenti si rimanda al paragrafo XX *Segregazione delle attività e dei cash flow*.

<sup>236</sup> L'esame approfondito sulla redazione del separato rendiconto dello specifico affare sarà condotto nel paragrafo 3.1.3. L'indebitamento nel patrimonio destinato, in quanto è il separato rendiconto a costituire la base informativa per il calcolo e la valutazione della struttura finanziaria del patrimonio destinato.

<sup>237</sup> Sulla funzione interpretativa e integrativa dei Principi contabili nazionali si rimanda a Musaiò A., *L'evoluzione della disciplina del bilancio ed i principi contabili*, in *Contabilità e Bilancio. Fondamenti e disciplina*, (a cura di Fabbrini G., Musaiò A.), Franco Angeli,

Tale analisi si compone di due parti: l'esame dello stato patrimoniale e dei conti d'ordine da una parte e quella del conto economico dall'altra.

### *Stato patrimoniale della società gemmante*

Posto che, come già osservato, la società è e resta l'unica titolare di tutti i rapporti e di tutti i beni in essa inclusi, la creazione del patrimonio destinato comporta solo il temporaneo vincolo di destinazione e, conseguentemente, un differente regime di responsabilità per una parte del suo patrimonio, quella, cioè, che costituisce il patrimonio destinato.

Come già osservato, lo stato patrimoniale della società gemmante deve indicare *distintamente* i beni e i rapporti del patrimonio destinato (art. 2447-*septies*, 1° comma).<sup>238</sup>

Tale esposizione deve avvenire solo nello stato patrimoniale del bilancio di esercizio, non in quello consolidato.<sup>239</sup> Inoltre, la distinta indicazione deve essere esposta "sopra la riga" (ossia non nel sistema dei conti d'ordine) per espresso richiamo dell'art. 2424 ultimo comma.<sup>240</sup>

---

Milano, 2004, pag. 169; Caratozzolo M., *Il Bilancio di esercizio*, Giuffrè Editore, Milano, 2006, pag. 157.

<sup>238</sup> L'interpretazione letterale sulla distinta indicazione dei beni e dei rapporti giuridici "compresi nel patrimonio destinato" implica che, nello stato patrimoniale delle società che ha costituito il patrimonio destinato, la rappresentazione dei beni e dei rapporti giuridici che questa ha immesso nel patrimonio destinato deve consistere nella mera distinta indicazione di quegli stessi beni nello stato patrimoniale. Vedi Niutta A., *op. cit.*, pag. 134.

<sup>239</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 4.

<sup>240</sup> Tra gli Autori che ritengono che il significato dell'art. 2447-*septies* sia quello di imporre che nelle voci di cui all'art. 2424 del c.c. siano iscritti anche i valori del patrimonio destinato, seppur distintamente, si veda: Colombo G. E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in "Banca, borsa e titoli di credito", I, 2004; Fico D., *op. cit.*, pag. 1218; Musaio A., *op. cit.*, pag. 256. Tra coloro che ritengono che la distinta indicazione dei beni debba essere rilevata attraverso il modello della contabilità separata nel sistema dei conti d'ordine, si veda Dezzani F., Dezzani L., *I modelli contabili dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Il Fisco", n. 31, 2004. Dell'orientamento di rilevare i beni e i rapporti destinati nella nota integrativa si veda De Angelis L.,

Con riferimento al contenuto dello schema di stato patrimoniale riportato nell'art. 2424 del c.c., il IV comma dispone che *è fatto salvo quanto disposto dall'art. 2447-septies con riferimento ai beni e ai rapporti giuridici compresi nei patrimoni destinati ad uno specifico affare ai sensi della lett. a) del primo comma dell'art. 2447-bis.*"

Quanto riportato merita una riflessione.

L'obbligo di redazione di separati rendiconti, per ciascun patrimonio destinato, previsto dall'art. 2447-septies, comma 2°, avrebbe, in teoria, potuto indurre il legislatore ad accontentarsi di tali prospetti, così come previsto circa gli obblighi contabili delle società di cartolarizzazione.<sup>241</sup>

Una soluzione alternativa alla redazione di separati rendiconti sarebbe stata quella dell'iscrizione di un valore netto relativo a ciascun patrimonio destinato in calce allo stato patrimoniale della società, tra i conti d'ordine, in quanto l'iscrizione in detti conti è iscrizione nello stato patrimoniale.<sup>242</sup>

Inoltre l'indicazione tra i conti d'ordine della società inficerebbe l'intelligibilità del bilancio della società, che in tal ipotesi risulterebbe composto da un bilancio generale sopra la riga e da tanti bilanci particolari quanti sono i patrimoni destinati che trovano rappresentazione sotto la riga tra i conti d'ordine della società, non dimenticando che a loro volta questi bilanci particolari possono

---

*Patrimoni destinati a specifici affari di S.p.A.: profili contabili e fiscali*, in "Diritto e pratica tributaria", n. 3, 2003.

<sup>241</sup> Questa soluzione è adottata dalla Banca d'Italia per le società di cartolarizzazione dei crediti. Il provvedimento 29 marzo 2000, in G.U. n. 78 del 3 aprile 2000, stabilisce, considerando che i *"crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo ad altre operazioni e...tenuto anche conto della prevalenza della sostanza sulla forma...si richiede che le informazioni contabili relative a ciascuna operazione di cartolarizzazione dei crediti trovino separata evidenza in appositi allegati alla nota integrativa e che gli allegati al bilancio debbano contenere tutti i dati di carattere qualitativo e quantitativo necessari per una rappresentazione chiara e completa di ciascuna operazione.*

<sup>242</sup> Cassazione, 19 ottobre 2001, n. 12783.

contenere conti d'ordine complicando ulteriormente la rappresentazione del bilancio.<sup>243</sup>

Tuttavia, dall'interpretazione letterale dell'art. 2447-*septies* emerge chiaramente che l'intento del legislatore è quello di evidenziare tra le singole voci dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale la parte relativa al patrimonio generale e quella relativa a ciascun patrimonio separato.

L'esposizione chiara e distinta degli elementi del patrimonio destinato rappresenta un fattore imprescindibile di valutazione del rischio per i creditori generali della società, posto che su detti beni è impresso un vincolo di destinazione che comporta un differente regime di responsabilità per i creditori della società.

Tale "indicazione separata" risulta poi ancor più necessaria nell'ipotesi in cui la società abbia assunto una responsabilità illimitata nei confronti del patrimonio destinato.

Tra le garanzie che la società può offrire, all'interno del programma economico-finanziario relativo alla realizzazione dell'affare, è da includere quello consistente nella responsabilità solidale tra patrimonio destinato e patrimonio residuo di cui all'art. 2447-*ter*, I comma, lett. c). Si tratta, come già osservato, di una mera facoltà della società.

Tale garanzia "fortifica" le pretese creditorie dei finanziatori della società, i quali, in caso di incapacienza del patrimonio destinato, possono estendere le loro pretese anche sul patrimonio residuo.

In tal caso è necessario portare a conoscenza dei creditori generali le passività inerenti lo specifico affare, in quanto potrebbero, se non soddisfatte, incidere negativamente sulla situazione patrimoniale della società, che il bilancio, in virtù dell'art. 2423, 2° comma del c.c., deve rappresentare.

Tale ipotesi rivela pienamente la validità e l'utilità informativa della distinta indicazione.

---

<sup>243</sup> Verna G., *Osservazione sulla rappresentazione contabile dei patrimoni destinati a specifici affari*, [www.ipsoa.it](http://www.ipsoa.it), pag. 4.

A questo punto, considerato che i beni e i rapporti giuridici del patrimonio destinato devono essere indicati separatamente nello stato patrimoniale della società, è evidente che a questi debba essere assegnato un valore per l'esposizione in bilancio.

Ciò trova conferma, in sede di costituzione della società:

- nella previsione del limite del 10% del patrimonio netto della società per la destinazione dei beni al patrimonio destinato. Ciò implica, quindi, l'esigenza di attribuire dei valori ai beni e ai rapporti destinati;
- nella previsione che vi sia una relazione di congruità tra i beni e i rapporti dello specifico affare e la realizzazione dell'affare. Tale congruità deve essere accertata, anche, ma non solo, sulla base dei valori attribuiti al patrimonio destinato.<sup>244</sup>

Nell'esame della problematica connessa alla valorizzazione delle attività e delle passività afferenti il patrimonio destinato nello schema di stato patrimoniale della società gemmante, si innesta anche la questione relativa agli apporti di terzi. In merito, la dottrina è pressoché unanime nel ritenere che essi non configurino una partecipazione al capitale della società: i terzi, senza acquisire lo *status* di socio divengono esclusivamente titolari di un diritto a partecipare agli utili (e alle perdite) derivanti dall'affare nonché, se previsto, alla restituzione, al termine dell'affare stesso, del bene apportato, ovvero di un equivalente in denaro.

Sulla natura degli strumenti finanziari di partecipazione dell'affare, la soluzione da condividere dovrebbe essere quella secondo la quale la classificazione degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare sia coerente con quella adottata per gli apporti di terzi, per i quali, come osservato, si tratta di debito.<sup>245</sup>

---

<sup>244</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1215.

<sup>245</sup> Colombo G. E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in "Banca, borsa e titoli di credito", 2004, I, pag. 33. L'Autore qualifica gli strumenti finanziari di partecipazione emessi dalla società a fronte dell'apporto di terzi al patrimonio destinato come "titoli di debito"; Manes precisa che "si dubita della natura realmente partecipativa di tali titoli che sarebbero piuttosto titoli di debito con rendimento legato

Detti apporti attribuiscono il diritto a partecipare agli utili, nonché alle perdite, dell'affare stesso. Pertanto il termine apporto indicherebbe, in questo caso, delle forme di partecipazione al rischio di impresa non imputate o non imputabili al capitale.<sup>246</sup> Sembra configurarsi un rapporto riconducibile, nella sostanza, all'associazione in partecipazione o alla cointeressenza senza partecipazione alle perdite.<sup>247</sup>

Appare illogico, allora, ricomprendere nel patrimonio netto il valore dell'apporto di terzi, che costituisce piuttosto una passività, anche se postergata, condizionata e relativa solo al patrimonio destinato.

Il patrimonio netto della società esprime, infatti, l'entità monetaria dei mezzi apportati dalla proprietà o auto-generati nell'impresa, indistintamente investita, insieme ai mezzi di terzi, nelle attività patrimoniali. In altra accezione, il patrimonio netto esprime la misura dei diritti patrimoniali che può essere soddisfatta "in via residuale" attraverso le attività, dopo che siano stati soddisfatti i diritti dei terzi creditori della società.<sup>248</sup>

L'espressione apporto non si riferisce, nella fattispecie in esame, solo al trasferimento della proprietà o di altro diritto reale su un bene, nè solo al trasferimento di diritti, ma ad ogni atto negoziale capace di dare la disponibilità di un qualche fattore di produzione utile per quello specifico affare.<sup>249</sup>

---

all'andamento dell'affare che il patrimonio destinato realizza" (Manes P., *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, in "Contratto e impresa", Anno XIX, n. 1 Gennaio-Aprile 2003, pag. 201); Rabitti Bedogni riporta che tali strumenti hanno in realtà natura di titoli di debito il cui rendimento segue in positivo e in negativo l'andamento dell'affare" (Rabitti Bedogni, *op. cit.*, pag. 1124); Stella Richter, *I patrimoni "dedicati" nel diritto delle società per azioni: appunti sulle prospettive di riforma*, [www.associazionepreite.it/attività0.3htm](http://www.associazionepreite.it/attività0.3htm); Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in "Rivista delle società", nov-dic. 2003, pp. 1269-1315; Niutta A., *op. cit.*, pag. 22.

<sup>246</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1227.

<sup>247</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 33. Per approfondimenti si rimanda a Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1227.

<sup>248</sup> Documento n. 28 dei principi contabili *Il patrimonio netto*, pag. 7.

<sup>249</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 160.

L'apporto è, sulla base di quanto disposto dalla disciplina dell'associazione in partecipazione, qualsiasi entità suscettibile di valutazione economica, per cui non valgono le limitazioni previste ex art. 2342 c.c.. Possono costituire oggetto di apporto, oltre al denaro, secondo quanto osservato dall'OIC 2:

- tutti i beni ed i crediti conferibili ex art. 2342, anche se gravati di debiti;
- i diritti reali e personali di godimento;
- le prestazioni di opera e di servizio;
- attività immateriali di qualunque tipo purché suscettibili di valutazione economica.

In particolare per le prestazioni di opera e di servizi, è preferibile che le stesse siano coperte da una polizza assicurativa o da una fidejussione bancaria. Questa limitazione è necessaria per garantire l'effettività dell'apporto che costituisce l'unica garanzia per i creditori particolari.<sup>250</sup>

L'apporto differisce dai conferimenti, in quanto non presuppone l'esistenza di un negozio societario ed ha una durata limitata alla realizzazione dell'affare; inoltre, i beni, materiali ed immateriali, che ne costituiscono l'oggetto non sono soggetti *ex lege* ad una relazione di stima da parte di esperti che ne accerti il valore.

*Il terzo, dunque, è e resta costantemente un creditore della società<sup>251</sup>, non diverrà mai un socio ma, avrà solo diritto alla partecipazione di eventuali utili realizzati dal patrimonio destinato oltre alla restituzione dell'apporto (nella forma della restituzione del bene o di una somma di denaro equivalente), se così è stato stabilito nel contratto.*

Gli apporti possono essere, infatti, nella libertà contrattuale delle parti, restituibili o non restituibili.<sup>252</sup>

---

<sup>250</sup> Ovviamente qualora la società non si assuma la responsabilità illimitata per le obbligazioni dello specifico affare.

<sup>251</sup> Commissione per i principi contabili, Osservazioni sul principio contabile OIC 2 "Patrimoni destinati ad uno specifico affare", pag. 2

<sup>252</sup> Con riferimento al fatto che non sia vietata l'esclusione del diritto dei finanziatori al rimborso del valore dell'apporto, si veda Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 51; Fico D., *Aspetti*

Nel primo caso se l'affare ha prodotto un utile, il terzo riceverà unitamente alla quota di sua spettanza anche il bene apportato, o il suo equivalente in denaro. Se l'affare ha prodotto una perdita il terzo potrà fruire di un valore in denaro pari al valore del bene apportato, diminuito della quota di perdita a suo carico.

Quando gli apporti, di contro, non sono soggetti a restituzione, l'apportante avrà diritto soltanto a una quota degli utili, se prodotti.

La delibera costitutiva del patrimonio destinato deve regolare le modalità di partecipazione del terzo che ha effettuato l'apporto all'affare.<sup>253</sup>

Ciò detto, il trattamento contabile degli apporti dipende dai seguenti fattori:

- dall'oggetto del conferimento, cioè se esso consiste in beni ed entità conferibili ai sensi dell'art. 2342 del c.c.;
- dal diritto riconosciuto all'apportante; se ciò esso si traduca nella semplice corresponsione di un interesse e/o di una quota di utili, ovvero anche alla restituzione dell'apporto.

Con riferimento al primo punto, l'iscrivibilità nell'attivo del bilancio della società gemmante sarà possibile solo se si tratta di entità conferibili ex art. 2342.<sup>254</sup>

---

*contabili dei patrimoni destinati*, in "Le società", 2004, 10, pag. 1216, Organismo Italiano di Contabilità, *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Maggio 2005.

<sup>253</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 15.

<sup>254</sup> Per le prestazioni d'opera del terzo apportante, al fine di assicurare la loro "effettività" e quindi iscrivibilità nell'attivo dello stato patrimoniale, deve ritenersi necessaria la garanzia prevista dall'art. 2464, 6° comma in tema di conferimento in società a responsabilità limitata: ossia la stipula di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria. Vedi Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pagg. 14 e 15. Tale soluzione è condivisa anche da Musaiò A., *op. cit.*, pag. 262; Colombo, sul punto, precisa che "... Quanto agli apporti di opera o di servizi, invece, non sembra consentito iscriverne all'attivo il "valore capitalizzato": il rischio che sopravvenga l'impossibilità di prestazione dell'opera, o l'inadempimento da parte dell'autore dell'apporto, è qui tanto rilevante da impedire che nel bilancio si attribuisca ad esso un valore, salvo che l'obbligazione assunta dall'apportante sia coperta da una garanzia che la renda oggettivamente valutabile" (Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 52).

Con riferimento al secondo punto, l'iscrizione in bilancio di tali beni comporterà l'appostamento del debito al passivo se all'apportante è riconosciuto il diritto alla restituzione, ovvero alla previsione di una posta di riserva quando l'apporto è effettuato a titolo definitivo.<sup>255</sup>

Gli apporti di terzi saranno iscritti, secondo quanto previsto dall'OIC, nel bilancio generale, tra le attività per un importo pari al *fair value*.

Il valore dei beni trasferiti dalla società al patrimonio destinato, in sede di costituzione, saranno, di contro, iscritti al valore contabile.<sup>256</sup>

Sul punto l'OIC dispone, infatti, che analogamente a quanto avviene in caso di apporto in godimento da parte dell'associato in partecipazione, la società dovrà iscrivere all'attivo dello stato patrimoniale del patrimonio destinato, il valore dell'utilizzo del bene o della prestazione d'opera personale, nell'importo convenuto con il terzo, mai superiore al valore di mercato del diritto di utilizzo del bene apportato.<sup>257</sup>

Per completezza, giova rilevare che una ulteriore modalità attraverso la quale i beni e i diritti possono entrare a far parte del patrimonio destinato attiene le operazioni di scambio con soggetti esterni, con la società stessa o con altri patrimoni destinati.

Tali acquisti devono essere rilevati a *valori di mercato*.<sup>258</sup>

Tra il patrimonio destinato e la società (o anche tra patrimoni destinati), possono compiersi, infatti, dei processi di scambio (trasferimenti da un patrimonio all'altro di beni o prestazioni di servizi) che generano crediti o debiti di uno nei confronti dell'altro.

---

<sup>255</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pagg. 52-53; Inzitari B., *op. cit.*, pag. 542; Musaiò A., *op. cit.*, pag. 262.

<sup>256</sup> Sul punto Musaiò osserva che la soluzione prospettata non appare convincente per ragioni di omogeneità sia con riferimento a due diversi criteri per la valorizzazione iniziale dei beni trasferiti al patrimonio destinato (*fair value* per i beni in apporto, valori contabili per quelli del patrimonio destinati dalla società gemmante) sia con riferimento al trattamento delle eventuali ulteriori operazioni di passaggio interno derivanti da scambio a titolo oneroso, per i quali, a differenza di quelli destinati in sede di costituzione, il principio contabile richiede la quantificazione a valori di mercato (Musaiò A., *op. cit.*, pag. 265).

<sup>257</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 15.

<sup>258</sup> (Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 17.

Se lo stato patrimoniale della società non contenesse la separata indicazione di tutti gli elementi di ciascun patrimonio destinato, non potrebbero essere operate le necessarie elisioni, tra cui, ad esempio, quelle tra crediti e debiti reciproci.<sup>259</sup>

Analogamente a quanto avviene in sede di redazione del bilancio consolidato, il processo di convergenza dei singoli rendiconti nel bilancio generale deve essere preceduto da un procedimento di elisione delle partite infragruppo.<sup>260</sup>

Il bilancio che ne deriva è la rappresentazione economica-finanziaria e patrimoniale di un'unica entità, il "gruppo" che include al suo interno il patrimonio destinato. In sede di consolidamento, ovvero di convergenza del bilancio del patrimonio destinato in quello della società, devono essere eliminate le operazioni e i saldi reciproci, perché costituiscono semplicemente il trasferimento di risorse da un patrimonio all'altro all'interno del medesimo soggetto, infatti, qualora non si eliminassero tali partite i saldi globali risulterebbero indebitamente accresciuti.<sup>261</sup>

Infine l'OIC precisa, con riferimento al passivo afferente il patrimonio destinato nello stato patrimoniale della società gemmante, *la proporzione di patrimonio netto correlabile ai patrimoni destinati non può essere scissa in capitale sociale, riserva legale, ecc. in quanto tale*

---

<sup>259</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 56.

<sup>260</sup> L'OIC 2, al riguardo, riporta quanto segue: *"mentre nei rendiconti dei singoli patrimoni destinati gli utili e le perdite "interni" derivanti dagli scambi sopra menzionati devono essere rilevati ed incidono sulla determinazione del risultato economico dell'affare, in sede di redazione del bilancio generale della società essi devono essere eliminati, analogamente a quanto avviene in sede di redazione del bilancio consolidato. Ovviamente le voci derivanti da operazioni in corso fra la società e i patrimoni destinati o fra gli stessi patrimoni destinati devono essere eliminate, oltre che dal conto economico generale della società, anche dal suo patrimonio generale in quanto voci "intrasocietarie"*. (Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 17).

<sup>261</sup> Il bilancio generale viene ottenuto attraverso le tecniche di consolidamento tradizionali contenute nel documento n. 17 dei principi contabili *Il bilancio consolidato* per cui nel testo si utilizzeranno termini propri di questa realtà. Il rimando al documento n. 17 è contenuto nell'OIC 2 che precisa che *"per approfondimenti o esemplificazioni sulle problematiche delle eliminazioni dei saldi o degli utili e perdite interni, si rinvia al Principio contabile nazionale 17..."*. (Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 17).

*suddivisone non è richiesta dalla legge e sarebbe comunque arbitraria*<sup>262</sup>. Infatti, la voce capitale sociale accoglie i conferimenti effettuati dai soci che entrano a far parte della disponibilità della società e che rimangono nel patrimonio aziendale.

Nel caso dei patrimoni destinati sarebbe improprio parlare di capitale sociale perché non siamo in presenza di un soggetto giuridico autonomo.

\*\*\*

Come già accennato, circa l'annotazione nei conti d'ordine, che costituiscono parte integrante dello stato patrimoniale, in calce allo stato patrimoniale della società gemmante, deve risultare l'impegno della società nell'ipotesi di assunzione di responsabilità illimitata nei confronti del patrimonio destinato, in virtù dell'art. 2447-*septies*, IV comma.

Se la delibera costitutiva prevede l'assunzione di responsabilità illimitata da parte della società per le obbligazioni contratte dal patrimonio destinato, tale garanzia deve essere iscritta tra i conti d'ordine con una specifica denominazione "Responsabilità illimitata assunta in relazione al patrimonio destinato xy".<sup>263</sup>

L'importo della garanzia, per espressa disposizione di legge, deve essere pari "al massimo rischio che si corre"; con parole diverse, il valore deve essere pari al totale delle obbligazioni assunte iscritte al passivo del patrimonio destinato, ed in più si deve tener conto delle obbligazioni e delle passività potenziali, identificate ed iscritte tra i conti d'ordine nel bilancio del patrimonio destinato, salvo che le stesse non abbiano già richiesto l'iscrizione sopra la riga in specifici fondi rischi.<sup>264</sup> Se la società ha assunto una responsabilità limitata nel quantum, in accordo con un'interpretazione estensiva dell'art. 2447-

---

<sup>262</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 15.

<sup>263</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 10.

<sup>264</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 10.

*septies*, essa deve risultare tra i conti d'ordine della società ed il rischio massimo deve essere pari a tale importo.<sup>265</sup>

E' opportuno precisare che, considerate le diverse caratteristiche delle obbligazioni e garanzie assunte dalla società rispetto al patrimonio destinato, appare opportuno l'individuazione di due distinte sottovoci: la prima relativa alle passività presenti nel bilancio del patrimonio destinato; la seconda a fronte di quanto il patrimonio stesso ha indicato nei propri conti d'ordine tra gli impegni e rischi.<sup>266</sup>

Ciò posto l'ipotesi di assunzione da parte della società di responsabilità illimitata nei confronti del patrimonio destinato è "assimilabile" al caso in cui una controllante presti garanzie a una controllata.

Sul punto il documento n. 17 dei principi contabili *Il bilancio consolidato* esclude l'iscrizione tra i conti d'ordine delle garanzie "intragruppo" relative alle entità consolidate, visto che tra l'altro l'intero ammontare delle rispettive passività (nel caso in esame quelle relative al patrimonio destinato) viene ricompreso e rappresentato come se fosse una passività propria della società consolidante (ossia della società gemmante).<sup>267</sup>

Ciò nondimeno, l'importo della garanzia è da indicare perché espressamente richiesto dalla legge.

Arrivati a questo punto, sia permessa una riflessione: la predisposizione di separati rendiconti, prevista dall'art. 2447-*septies*, avrebbe, in teoria, potuto indurre il legislatore a non richiedere alcun specifico obbligo nello stato patrimoniale della società gemmante.

---

<sup>265</sup> L'interpretazione letterale del VI comma dell'art. 2447*septies*, esclude che tra i conti d'ordine debbano essere indicate le garanzie parziali assunte dalla società: la norma si riferisce solo all'assunzione di responsabilità illimitata.

<sup>266</sup> Documento n. 22 dei principi contabili *Conti d'ordine*, pag. 7.

<sup>267</sup> Il punto 8. 2 lettera b) del documento n. 17 dei principi contabili prevede che "*in calce allo stato patrimoniale devono risultare le garanzie prestate direttamente o indirettamente, distinguendosi tra fideiussioni, avalli, altre garanzie personali e garanzie reali*" (art. 2424, ultimo comma, del codice civile) e devono riguardare sia quelle prestate dalla controllante che quelle che le controllate incluse nel consolidamento hanno prestato a favore di terzi e a favore di controllate non incluse nel consolidamento".

L'interpretazione letterale dell'art. 2447-*septies* fa emergere chiaramente che l'intento del legislatore è quello di evidenziare tra le singole voci dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale la parte relativa al patrimonio generale e quella relativa a ciascun patrimonio separato.<sup>268</sup>

In effetti, l'obbligo di trasparenza informativa nel bilancio della società gemmante sembra porsi per le stesse ragioni per cui sorge l'obbligo di predisposizione del bilancio consolidato.

Il bilancio consolidato consente, tra gli altri scopi, di:

- ottenere una visione globale delle consistenze patrimoniali finanziarie del gruppo e delle sue variazioni, incluso il risultato economico;
- misurare tali consistenze e risultati secondo i principi contabili, eliminando gli utili infragruppo non realizzati nei confronti di terzi;
- assolvere a funzioni essenziali d'informazione; il bilancio consolidato è lo strumento informativo primario di dati patrimoniali, economici e finanziari del gruppo sia verso i terzi che sotto il profilo del controllo di gestione; funzioni che non possono essere assolte dai bilanci separati delle singole società componenti il gruppo.<sup>269</sup>

Si ritiene che tali finalità, illustrate per il bilancio consolidato, sono perseguite dal legislatore che ha introdotto le forme di segregazione patrimoniale in esame, attraverso la separata indicazione dei beni e rapporti giuridici del patrimonio destinato nello stato patrimoniale della società gemmante.

---

<sup>268</sup> Già la Relazione Ministeriale di accompagnamento al disegno di legge governativo per la Riforma del diritto societario (Progetto Mirone) sottolineava la necessità di “*prevedere modalità di amministrazione idonee e principalmente regole contabili in grado di consentire in ogni momento una destinazione degli elementi patrimoniali al singolo affare rispetto al globale patrimonio della società.*”

<sup>269</sup> Documento n. 17 dei principi contabili *Il bilancio consolidato*, pag. 20.

### *Il conto economico della società gemmante*

Con riferimento alla redazione del conto economico della società gemmante che ha costituito un patrimonio destinato, il codice civile non preveda la distinta indicazione delle voci di costi e ricavi afferenti il patrimonio destinato, contrariamente a quanto disposto esplicitamente per lo stato patrimoniale.

Sul punto la dottrina esprime diverse interpretazioni.

Da una parte, coloro che ritengono sia sufficiente richiedere una distinta indicazione nel conto economico della società solo del risultato di ciascun affare, ricavato dagli specifici rendiconti, come allegati al medesimo bilancio della società.<sup>270</sup>

Dall'altra coloro che evidenziano l'opportunità di una distinta indicazione anche nel conto economico dei costi e dei ricavi dello specifico affare.<sup>271</sup>

Il legislatore non avverte, almeno esplicitamente, il bisogno di una separata indicazione all'interno del conto economico generale delle voci afferenti il patrimonio destinato, cosicché per il lettore del bilancio a livello di conto economico, sembra sufficiente disporre di informazioni complessive sulla *performance* aziendale: il dettaglio delle notizie economiche è affidato, pertanto, in modo esclusivo, alla redazione del rendiconto separato.

E' necessario concludere che, benché l'art. 2447-*septies*, comma 1°, si riferisca soltanto allo stato patrimoniale, la regola da esso dettata impone che anche nel conto economico della società vengano iscritti i costi e i ricavi dello specifico affare, previe le elisioni e le rettifiche richieste dalla tecnica di consolidamento".<sup>272</sup>

Gli Autori che propendono per una interpretazione "estensiva" della separata indicazione anche per le voci di conto economico, motivano,

---

<sup>270</sup> De Angelis S., *Appunti su profili di diritto contabile e tributario concernenti i patrimoni destinati a specifici affari*, in "Rivista di diritto delle imprese", 2003, pag. 281 e segg..

<sup>271</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 56; Fico D., *op. cit.*, pag. 1216.

<sup>272</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 56.

in sintesi, tale scelta, per ragioni attribuibili all'omogeneità di trattamento dei due prospetti che compongono il bilancio.

Inoltre, in ottemperanza alla clausola generale della chiarezza, che deve informare la redazione del bilancio, i componenti reddituali dello specifico affare dovrebbero trovare una rappresentazione distinta nel conto economico della società gemmante, al fine di permettere all'utilizzatore del bilancio di avere immediata contezza dei rapporti intergestori e avere notizia delle elisioni che sono state effettuate in sede di "consolidamento".<sup>273</sup>

L'OIC si fa artefice, appunto, di tale teoria che, pur travalicando il dato normativo, estende le considerazioni suesposte per lo stato patrimoniale anche al conto economico.<sup>274</sup>

Tuttavia, l'OIC ritiene, nel silenzio della normativa, *comunque accettabile*, che il conto economico non dia separata evidenza di tali costi e ricavi. In tal caso, alla luce delle considerazioni fin qui svolte, la distinta indicazione, propugnata dall'OIC, all'interno del conto economico non risulta obbligatoria ma *preferibile*.<sup>275</sup>

La tematica sulla rappresentazione dei rapporti intergestori riguarda, sia con riferimento allo stato patrimoniale che al conto economico della società gemmante, anche l'evidenziazione di un eventuale deficit che dovesse interessare il patrimonio destinato.

In assenza di un'espressa volontà sociale di assunzione di responsabilità illimitata nella delibera costitutiva, il patrimonio destinato costituisce, infatti, l'unica garanzia per le obbligazioni,

---

<sup>273</sup> Come disposto per lo stato patrimoniale, si deve procedere prima ad un processo di rettifica delle componenti reddituali e poi far seguire quello di convergenza, cioè di consolidamento.

<sup>274</sup> *Nel conto economico della società gemmante, diversamente da quanto è previsto per lo stato patrimoniale, le norme non richiedono la distinta indicazione dei costi e dei ricavi relativi ai patrimoni destinati. Tuttavia, è preferibile la distinta indicazione dei componenti positivi e negativi di reddito di pertinenza del patrimonio destinato, in quanto tale indicazione dà una più immediata ed intelligibile visione d'insieme dei componenti dell'unitario risultato economico della società.* Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 11.

<sup>275</sup> Commissione per i principi contabili, Osservazioni sul principio contabile OIC 2 "Patrimoni destinati ad uno specifico affare".

derivanti da fatti leciti, assunte nel corso dell'esecuzione dello specifico affare.

Il *deficit* patrimoniale emerge se il valore delle passività del patrimonio destinato supera il valore delle attività sulle quali i creditori particolari possono rivalersi in caso di mancato pagamento dei loro crediti. Tale fattispecie in regime di responsabilità limitata della società non deve intaccare la posizione dei creditori della società, per cui non deve in alcun modo incidere sul valore del patrimonio netto residuo della società, in virtù dell'art. 2447-*quinquies*, comma 3°.

In sintesi, se la società non ha concesso al patrimonio destinato la garanzia illimitata di cui all'art. 2447-*septies*, ultimo comma, il suo patrimonio "generale" non è impegnato per coprire le passività che non troverebbero capienza nei beni del patrimonio destinato. Pertanto, pur dovendo tali passività...essere rilevate nella contabilità e nel bilancio generale della società, le relative perdite sono poi da elidere con l'inserimento di apposite poste correttive nello stato patrimoniale e nel conto economico.

L'inserimento di tali voci consente di ridurre contabilmente a zero il *deficit* patrimoniale che si è venuto a creare salvo il caso in cui, pur in assenza di una clausola di garanzia illimitata, la società madre si assume a proprio carico tutto il residuo deficit patrimoniale dello specifico affare.

Nella nota integrativa della società occorre fornire una adeguata spiegazione della natura delle poste rettificative e delle ragioni per le quali sono state iscritte.<sup>276</sup>

In sintesi, la soluzione proposta dall'OIC, che appare condivisibile, impone che nel conto economico, il reddito dell'esercizio sia suddiviso in due: la parte riferibile al patrimonio destinato di cui non risponde il patrimonio generale, "corretta", se il risultato risulta negativo, da una posta denominata "deficit da patrimonio destinato di cui non risponde il patrimonio generale", e quella "residua".<sup>277</sup>

---

<sup>276</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pagg. 13-14.

<sup>277</sup> Sul punto l'OIC rileva che le poste correttive si sostanziano nell'inserimento di una sottovoce della voce 23 del conto economico in contropartita di una voce negativa del patrimonio netto nello stato patrimoniale, con la precisazione che si tratta di una voce

Tuttavia, nel bilancio generale della società, secondo quanto previsto dall'art. 2447<sup>septies</sup>, il *deficit* a seguito del processo di "consolidamento" è inglobato nei valori espressi nello stato patrimoniale della società, in ottemperanza al principio della rappresentazione veritiera e corretta che deve ispirare la formazione dello stesso.

Contestualmente all'interno dello stesso prospetto è necessario, in ottemperanza al principio della chiarezza e all'art. 2447-*quinquies* c.c., rendere noto ai fruitori dello stesso l'estraneità del patrimonio netto residuo dell'azienda per la sua copertura.<sup>278</sup>

La rappresentazione illustrata consente da una parte ai soggetti che fanno affidamento su una determinata categoria di beni di poterli agevolmente e costantemente individuare e, dall'altra, ai creditori che non possono rivalersi su quei beni, di non fare erroneo affidamento su di essi.

### 3. Il leverage nel patrimonio destinato

Prima di entrare nell'aspetto che più specificatamente ci riguarda, il grado di leva utilizzabile nel patrimonio destinato, una breve premessa si rende necessaria.

Si è già accennato al limite quantitativo che impone la soglia massima al valore netto delle attività e delle passività oggetto di destinazione: la somma algebrica delle attività e delle passività vincolate al patrimonio destinato non può essere superiore al 10% del patrimonio netto della società.<sup>279</sup>

---

esposta dopo il totale del patrimonio netto (Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 13).

<sup>278</sup> "Qualora la deliberazione prevista dall'art. 2447<sup>ter</sup> non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato. Resta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito". Art 2447-*quinquies* c.c., comma 3°.

<sup>279</sup> Art. 2447-*bis*, 2° comma.

Il rispetto di tale limite è accertato al momento della costituzione del patrimonio: ciò esclude, pertanto, la necessità di una verifica continua, anche in corso di gestione, del rispetto del menzionato rapporto.

Concentrando l'attenzione sul grado di leva utilizzabile nel patrimonio destinato, occorre una riflessione: in dottrina si è ipotizzato che, al momento della costituzione, il valore netto del patrimonio destinato non debba essere necessariamente positivo in quanto le passività destinate possono presentare un valore superiore rispetto al valore di libro delle entità attive conferite.<sup>280</sup> Ciò è coerente con la visione dinamica del progetto: importante, infatti, non è l'esistenza iniziale di un saldo attivo, quanto l'evoluzione dell'affare "raccontata", in termini previsionali, nel piano economico-finanziario.

A ciò si aggiunga, come già accennato, che il limite quantitativo va rispettato solo al momento della costituzione, cioè della separazione dei beni e rapporti dal patrimonio della società.

Inoltre, tutto ciò che è attribuito al patrimonio destinato da parte di terzi, riferendoci non solo ai finanziatori a titolo di prestito, il cui apporto non inciderebbe, comunque, nel computo del limite, ma anche di coloro che effettuano gli apporti ai sensi dell'art. 2447-ter, comma 1°, lett. d), non deve essere preso in considerazione ai fini del calcolo del 10%.

Si è già evidenziato come al patrimonio destinato possono essere vincolati non solo beni ma anche *rapporti*, intendendo, con essi, anche crediti e debiti preesistenti alla costituzione.<sup>281</sup>

---

<sup>280</sup> In senso contrario Lenzi R., *op. cit.*, pag. 555, il quale esclude che il complesso dei rapporti attivi e passivi segregati possa avere saldo negativo, perché esso è strumentale all'esercizio di un'iniziativa economica. Tuttavia si rileva che una delle ragioni per cui il saldo può presentare importo negativo è riconducibile al fatto che i beni, se segregati dal patrimonio della società e non oggetto di apporto da parte di terzi, non sono valorizzati al loro valore effettivo, ma, per quanto disposto dall'OIC 2, al valore di libro (cioè al valore che queste avevano al momento della costituzione del patrimonio destinato nei libri contabili della società gemmante), il quale, in determinate circostanze, può essere sensibilmente inferiore al valore effettivo, inteso come valore di mercato.

<sup>281</sup> Rubino De Ritis M., *op. cit.*, pag. 844. Lenzi osserva che il riferimento a rapporti giuridici, contenuto nell'art. 2447-ter, comma 1°, lett. b), fa ritenere che al patrimonio possono essere destinati anche "rapporti obbligatori passivi" (Lenzi R., *op. cit.*, pag. 555).

Fornire un quadro completo sulle modalità di reperimento delle risorse finanziarie ai fini della costituzione del patrimonio destinato risulta preliminare all'analisi che si intende svolgere.

La società può decidere di costituire il patrimonio destinato:

- destinando risorse proprie già presenti nel patrimonio sociale. Tali risorse possono, o non, essere gravate da debiti (es. immobile gravato da ipoteca destinato allo specifico affare): la società destina, quindi, al patrimonio destinato valori attivi e valori passivi (i cosiddetti beni e rapporti dell'art. 2447-ter, 1° comma, lett. b).
- utilizzando anche risorse di terzi, ricevute a titolo di apporti (eventualmente attraverso l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione);
- facendo ricorso a prestiti da parte di terzi finanziatori, magari ricorrendo anche alla tipologia dei finanziamenti destinati, ex art. 2447-bis, comma 1°, lett. b).

Con riferimento alle risorse di cui al primo punto, la società destina al patrimonio destinato una certa quota di patrimonio netto, pari alla differenza tra valori attivi e passivi destinati.<sup>282</sup>

Circa la seconda tipologia, gli apporti di terzi consistono in risorse per le quali i soggetti che effettuano l'apporto vantano, o non, un diritto di restituzione.

Nel primo caso, quello in cui i beni apportati sono caratterizzati da una "causa di prestito", si tratta di ricorso all'indebitamento.

In tal caso l'apporto si riflette, nella sezione del passivo dello stato patrimoniale sia del bilancio della società gemmante che del rendiconto dello specifico affare, in un debito verso il soggetto che ha effettuato l'apporto.<sup>283</sup>

---

<sup>282</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1255.

<sup>283</sup> Colombo G.E., *op. cit.*, pag. 51; Musaiò A., *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, Milano, Franco Angeli, 2005, pag. 262.

Nel secondo caso, l'apporto è assimilabile a un godimento a titolo gratuito, analogamente a quanto avviene in caso di apporto in godimento da parte dell'associato in partecipazione. La contropartita dell'apporto è costituita da una riserva indisponibile, denominata "Riserva da apporti di terzi a patrimonio destinato".<sup>284</sup>

In sintesi: nel caso di non restituzione dei beni acquisiti dal patrimonio destinato, si ha, nella sostanza, un incremento del patrimonio netto dello stesso.

E' bene precisare, come già rilevato, che l'apporto non è un finanziamento in senso "tradizionale": la remunerazione dell'apporto si sostanzia, infatti, non in un interesse attivo, ma in una parte di utile ritraibile dell'affare.

La terza tipologia riguarda l'ipotesi in cui la società gemmante, dopo la costituzione del patrimonio destinato, stipula un contratto di finanziamento per lo specifico affare. Senza dubbi, si tratta, in questo ultimo caso, di capitale di credito.

Con riferimento alle risorse finanziarie di cui al punto due e al punto tre, appare chiaro come i finanziatori, coerentemente con la logica del *project financing*, valutano, ai fini dell'erogazione del credito, esclusivamente la bontà dello specifico affare da finanziare, alla cui realizzazione è predisposta la costituzione del patrimonio destinato.

Più in particolare, con riferimento agli apporti di terzi (ex art. 2447-ter, lett. d), si delineano nuove modalità di coinvolgimento dei creditori nell'attività di impresa: si riconosce agli stessi la facoltà di individuare nella delibera costitutiva del patrimonio destinato le modalità di controllo della gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare.

Quindi il finanziatore, inteso sia come finanziatore da prestito che "da apporto", coerentemente con quanto avviene nel *project financing*, valuta direttamente l'affare sulla base del piano economico-finanziario redatto ai fini della delibera costitutiva.

---

<sup>284</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 15.

La valutazione del piano economico finanziario è elemento imprescindibile ai fini di una consapevole assunzione del rischio da parte dei finanziatori. A tal fine è interesse diretto e precipuo del soggetto finanziato a che la società fornisca la più ampia e completa rappresentazione del progetto che intende sviluppare.

Tali fattori conducono ad affermare che con il patrimonio destinato, è la singola iniziativa imprenditoriale ad essere oggetto di valutazione da parte dei finanziatori ai fini della valutazione del rischio dell'operazione di finanziamento.

Tutto ciò è pienamente coerente con la logica *project financing*. La leva del patrimonio destinato assume, pertanto, valori simili rispetto a quelli raggiungibili dalla società veicolo considerando che gli elementi di valutazione alla base del finanziamento sono gli stessi: la redditività futura dell'iniziativa/progetto da realizzare.

A una analisi più attenta, la nuova modalità di coinvolgimento dei creditori che effettuano gli apporti ex art. 2447-ter, lett. d), si avvicina ancor più alla *ratio* del *project financing* ove il *pricing* del finanziamento è correlato al rischio specifico dell'affare.

Nella logica del *project financing*, il contratto di finanziamento costituisce il fulcro dell'intera vicenda contrattuale. Appare, allora, ragionevole porre l'attenzione sugli apporti di terzi, in quanto un *project financing* posto in essere senza il finanziamento di soggetti terzi rispetto lo *sponsor*, cioè la società gemmante, non avrebbe ragione di essere.

Per comprendere quale livello di indebitamento può essere raggiunto attraverso la costituzione del patrimonio destinato, appare necessario esaminare il livello di indebitamento del progetto, che, nel caso in esame, coincide, appunto, con il livello di indebitamento del patrimonio destinato.

Nelle operazioni di *project financing*, come più volte evidenziato, il grado di leva raggiungibile è elevato in quanto il livello di indebitamento della società veicolo si riferisce esclusivamente all'iniziativa da intraprendere, posto che la società veicolo costituisce

il soggetto giuridico che incorpora il progetto. Detto questo, nella fattispecie del patrimonio destinato, il patrimonio destinato, pur non costituendo, giuridicamente, il soggetto che “incorpora” il progetto (il patrimonio destinato non ha, infatti, soggettività giuridica), è, a livello economico, l’unità economica che coincide con il progetto stesso.

Sul punto Marchini osserva che la “fattispecie della separazione patrimoniale verrebbe pertanto a configurare una sorta di segregazione intra-aziendale in cui i beni e i diritti destinati allo specifico affare costituirebbero una *unità economica relativa*, ossia un autonomo istituto produttivo interno della stessa azienda, che godrebbe, a differenza di altre unità economiche operative proprie, ad esempio, di aziende divise, anche di *autonomia patrimoniale*.”<sup>285</sup>

Quindi, alla luce delle considerazioni effettuate, il livello di indebitamento del patrimonio destinato deve essere condotto sulla base del rendiconto dello specifico affare, il quale, consiste in un “vero e proprio bilancio”, come del resto indica già la precisazione, ex art. 2447-*septies* c.c. che dispone che esso va redatto “secondo quanto previsto dagli artt. 2423 e segg.”.<sup>286</sup> Questa conclusione, oltre che giustificata dal tenore letterale, trova conforto nella *ratio* della norma stessa: da una parte assicurare uno strumento di controllo del corretto utilizzo dei beni destinati e di verifica dell’andamento dell’affare a tutela degli interessi patrimoniali dei creditori e, dall’altra, accertare il risultato di ciascuna gestione.

Il rendiconto dello specifico affare, secondo quanto previsto dall’Organismo Italiano di Contabilità, risulta comporsi di cinque parti:<sup>287</sup>

1. uno stato patrimoniale dello specifico affare;
2. un conto economico dello specifico affare;
3. una nota di commento;<sup>288</sup>

---

<sup>285</sup> Vedi Marchini P. L., *I patrimoni e i finanziamenti destinati in una logica economico-aziendale e metodologie di rappresentazione*, in “Rivista dei Dottori Commercialisti”, n. 5, 2004, pag. 1087.

<sup>286</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 49.

<sup>287</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 8.

4. regole di rendicontazione dell' affare;
5. riferimento al contenuto della delibera di costituzione del patrimonio destinato.

Il richiamo agli art. 2423 e seguenti del codice civile operato dal legislatore della riforma è stato interpretato come estensione dell'applicazione delle regole che sottendono la redazione del bilancio a quella del rendiconto dello specifico affare.

Tra le attività dello stato patrimoniale risulteranno tutti i beni destinati allo specifico affare dalla società gemmante, nonché quelli acquisiti con le risorse degli apporti di terzi e dei nuovi finanziatori.

Tra le passività sono iscritte le obbligazioni sorte in relazione allo specifico affare, nonché, eventualmente, le passività trasferite dalla società gemmante; nel patrimonio netto risulterà la voce patrimonio netto "dell'affare" scissa in importo originario, riserva da apporti di terzi a patrimoni destinati, utile (perdita) di periodo e utile (perdita) dei periodi precedenti.<sup>289</sup>

In sintesi, il patrimonio netto, secondo quanto riportato nell'OIC 2, risulta così composto:

- importo originario;
- riserva da apporti di terzi;
- utile (perdita) dell'esercizio;
- utile (perdita) di periodi precedenti.

L'importo originario è pari al valore netto dei beni e dei rapporti che risultano dall'originaria destinazione in sede di costituzione del patrimonio destinato.<sup>290</sup>

---

<sup>288</sup> Nega che possa sussistere una nota integrativa ad hoc per ogni singolo rendiconto allegato al bilancio sociale, Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 50.

<sup>289</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 8.

<sup>290</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 152. Nel senso che il vincolo di destinazione oltre che riguardare i beni, riguarda anche un'aliquota del patrimonio della società, si veda Giannelli, il quale osserva che la costituzione del patrimonio destinato implica non solo un distacco dei beni, ma anche l'assegnazione di valori aziendali, cioè di un'aliquota di patrimonio netto, alla realizzazione dell'affare. Ne discende che la destinazione del patrimonio dovrà trovare

Nella riserva da apporti di terzi sarà iscritto il valore dei beni apportati da questi ultimi, qualora non sia previsto il diritto di restituzione agli stessi di detti beni.

Detta riserva, in caso di apporti non restituibili, è indubbiamente una riserva di capitale assimilabile a quella per contributi in conto capitale<sup>291</sup>.

La contabilizzazione degli apporti risulta, quindi, diversa in conformità alla clausola di restituzione o meno del bene conferito: come previsto dall'OIC 2 per l'apporto del terzo, se a titolo gratuito, ossia senza obbligo di restituzione, la società non deve iscrivere in contropartita un debito, bensì una apposita riserva ("Riserva da apporti di terzi a patrimoni destinati").<sup>292</sup>

Se il terzo ha convenuto, di contro, che la proprietà del bene, materiale o immateriale, passi alla società la quale, alla conclusione dell'affare, è tenuta a restituire lo stesso bene (o a versare una somma di denaro pari al suo valore), la società, così come avviene nell'associazione in partecipazione, dovrà iscrivere un vero e proprio debito.

Quindi, l'apporto può incidere, come già osservato, nella sezione del passivo, o in una voce di debito o in una voce di patrimonio netto.

La terza e la quarta voce del patrimonio netto dello specifico affare rappresentano, rispettivamente, il risultato della gestione particolare di periodo e quello di esercizi precedenti.

Il calcolo del quoziente di indebitamento va effettuato sulla base dello specifico rendiconto del patrimonio destinato come rapporto tra patrimonio netto dell'affare, costituito dalla somma delle quattro voci di cui si è specificato sopra, e i debiti.

Qualora si adotta il calcolo del quoziente di indebitamento finanziario, il rapporto è effettuato tra i debiti di natura finanziaria e il patrimonio netto; se il calcolo riguarda il quoziente di indebitamento complessivo,

---

idonea rappresentazione contabile nello stato patrimoniale della società mediante apposizione di idonee voci di netto (Giannelli, *op. cit.*, pag. 1215).

<sup>291</sup> Dell'Atti A., *op. cit.*, pag. 141.

<sup>292</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 15.

al numeratore dell'indice sono incluse tutte le passività, commerciali e finanziarie.<sup>293</sup>

Da quanto sopra, non vi sono ragioni per ritenere che il quoziente di indebitamento (finanziario e complessivo) presenti valori dissimili da quelli della società veicolo.

#### **4. Il security package**

Uno dei tratti essenziali della finanza di progetto è il *security package*, inteso, generalmente, come quel complesso di “garanzie” tipiche e atipiche, che consentono, attraverso una dettagliata e approfondita analisi dei rischi, una allocazione tra tutti i partecipanti al progetto di una specifica porzione di rischio.

Come già osservato, il *security package* è predisposto ai fini della funzione “difensiva” da aggressione da parte di terzi creditori nonché ai fini della funzione del controllo espletato dai finanziatori sul progetto, i quali, di fatto, partecipano, insieme agli sponsor, ai rischi del progetto stesso.

Scopo delle garanzie nel project financing è imprimere un vincolo di intangibilità e destinazione alla realizzazione del progetto, tendendosi ad escludere ogni azione da parte di terzi creditori.

Tale vincolo è strumentale a prevenire l'evenienza che un terzo creditore possa aggredire i beni del progetto, al fine di evitare la possibilità che un terzo creditore possa aggredire i beni del progetto, che, se ciò avvenisse, potrebbe compromettere ogni possibilità di ripresa del progetto stesso.

---

<sup>293</sup> Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2003, pag. 169, pag. 169 e segg.; Pisoni P., Puddu L., *Le analisi finanziarie: solidità e liquidità dell'impresa*, in “Il Impresa”, n. 5 del 31 maggio 2002, pag. 776 e segg; Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Analisi di bilancio e rendiconto finanziario*, Giuffrè Editore, Milano, 2006.

Quanto detto induce a riflettere sulla funzione del nuovo istituto: la peculiarità del patrimonio destinato non è costituita tanto dal particolare regime di responsabilità patrimoniale vigente sui beni che lo costituiscono, quanto dal fatto che con il patrimonio separato taluni creditori sono posti al riparo dalle pretese degli altri creditori della società, in virtù della destinazione di un determinato attivo patrimoniale a garanzia, appunto, di tali creditori “privilegiati”.

Il vantaggio inerente il patrimonio destinato riguarda, ad una prima analisi, la funzionalità con la quale si raggiunge il *ring fence* sui beni strumentali del progetto.

Tale funzionalità è collegata non tanto all’elasticità della costituzione del “vincolo di destinazione sui beni strumentali” quanto, come evidenziato, all’azione “difensiva” delle garanzie nell’ambito del *project financing*.

“Infatti le garanzie reali tradizionali, che costituiscono parte rilevante del *security package*, non creano quella intangibilità attorno al bene: il pegno e l’ipoteca non evitano che terzi creditori inizino l’esecuzione sul bene gravato dal vincolo reale. I terzi creditori non garantiti accettano solo di essere postergati nel rimborso rispetto ai creditori privilegiati.”<sup>294</sup>

Lo strumento del patrimonio destinato sembra consentire, appunto, il raggiungimento di tale funzione “difensiva” attraverso il riconoscimento di una disciplina di favore per la categoria dei finanziatori che assumono, nel *project financing*, un ruolo preponderante.

A un esame attento emergono, tuttavia, sotto questo profilo, dei limiti. Infatti la reciproca separazione tra rischi e responsabilità facenti capo allo specifico affare e rischi e responsabilità facenti capo alla società, non costituisce una soluzione ai limiti, evidenziati dalla dottrina, delle garanzie reali tradizionali.

La disciplina del patrimonio destinato non consente di costituire un regime di privilegio rispetto agli altri creditori dell’affare. Ciò posto, la

---

<sup>294</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1011.

costituzione del patrimonio destinato crea una *par condicio creditorum* “limitata” allo svolgimento dell’affare.

Pertanto, qualora, si volesse costituire un privilegio a favore dei finanziatori dell’affare, si dovrebbe far ricorso, anche per l’istituto del patrimonio destinato, alle garanzie reali tradizionali, con i limiti già evidenziati.

La funzione di “preferire” i finanziatori del progetto agli altri creditori è, come vedremo, raggiungibile attraverso lo strumento del finanziamento destinato.

Pur tuttavia, nonostante i limiti evidenziati per il patrimonio destinato, si realizza, comunque, una forma di garanzia a beneficio dei creditori: la separazione sottrae, comunque, il nuovo apporto finanziario al regime della garanzia patrimoniale generica e, dunque, alle pretese dei precedenti creditori dell’impresa. Inoltre, ciò che rileva in termini di garanzia non sono solo i beni attualmente presenti nel patrimonio, ma il flusso di reddito futuro (cioè i frutti e i proventi) che la combinazione di essi è idonea a produrre e di qui, dunque, la necessità di assicurarne la *separazione* rispetto agli altri beni dell’impresa.<sup>295</sup>

L’enfasi della disciplina in esame è posta sull’affare al quale il patrimonio destinato è funzionale: la separazione patrimoniale insiste, pertanto, sui flussi di entrate caratteristici dell’affare più che sui beni strumentali. Ciò non toglie che il contratto di finanziamento possa prevedere la prestazione di garanzie da parte della società, sia in relazione al corretto svolgimento dell’operazione (il *monitoring*, ex art. 2447), che in ordine al rimborso dei finanziamenti.

Il patrimonio destinato costituisce, quindi, una risposta valida ed efficace alle esigenze difensive che caratterizzano il *project financing*, creando un sistema di segregazione *ad hoc* del patrimonio del soggetto finanziato.

---

<sup>295</sup> Zoppini A., *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, [www.dirittoestoria.it](http://www.dirittoestoria.it)

I creditori particolari del patrimonio destinato, tra cui devono essere annoverati anche i titolari di strumenti finanziari di partecipazione “da apporto”, non godono solo della garanzia patrimoniale generica costituita dal patrimonio separato ma possono eventualmente contare su specifiche garanzie concesse dalla società nella delibera costitutiva.<sup>296</sup>

Un altro punto da approfondire concerne una finalità del *security package*: lo svolgimento del controllo da parte dei finanziatori sulla realizzazione dell'affare.<sup>297</sup>

La delibera costitutiva del patrimonio destinato deve indicare “le modalità di controllo sulla gestione” riconosciute al terzo che esegue l'apporto, cioè il finanziatore.

Il codice civile non prevede il contenuto di tali diritti sul controllo della gestione dell'affare. La materia, quindi, è rimessa interamente all'autonomia contrattuale delle parti.

Effettivamente la separazione patrimoniale consente di sfruttare il vantaggio da *monitoring* a beneficio dei creditori specifici dell'affare. Tale specializzazione può rivelarsi vantaggiosa in ragione della diversa *expertise* dei creditori e dei diversi costi che essi devono sostenere per monitorare gli affari intrapresi e i nuclei patrimoniali ad essi destinati.<sup>298</sup> La destinazione patrimoniale permette ai creditori di limitare l'attività di *monitoring* alla gestione dello specifico affare, trascurando l'andamento complessivo della società.

Nelle operazioni di *project financing* la garanzia reale assume, in effetti, come già evidenziato, una finalità funzionale all'esercizio del controllo sul progetto che viene tipicamente riservato ai finanziatori e che costituisce uno dei tratti peculiari del *project financing*.<sup>299</sup>

Con il patrimonio destinato si realizza la finalità principale della costituzione del *security package* che si riscontra nel *project*

---

<sup>296</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 30.

<sup>297</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1010.

<sup>298</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 19.

<sup>299</sup> Carrière P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in “Rivista delle società”, 2003, 5, pag. 1010.

financing: quella di rendere efficace la supervisione esercitata sul progetto dai finanziatori.<sup>300</sup>

---

<sup>300</sup> “Sono parte del *security package* anche gli impegni assunti da alcune banche, a beneficio anche degli altri partecipanti, di svolgere determinate attività di monitoraggio e controllo durante le varie fasi di sviluppo del progetto...Alcuni esempi significativi in questo senso sono: il controllo periodico sullo stato di avanzamento lavori durante la fase di costruzione, con un monitoraggio sugli aspetti tecnici, sui costi e sui tempi di realizzazione; controllo periodico sui bilanci della project company, dei promotori e degli altri obbligati...” (Imperatori G., *op. cit.*, pag. 373).

## Capitolo Quinto

### Il finanziamento destinato e il project financing

Di seguito l'esame della disciplina dei finanziamenti destinati nell'ottica di mettere in luce come, attraverso tale istituto, si attecchiano le caratteristiche essenziali del *project financing*.

#### **1. La segregazione delle attività e dei cash flow**

La caratteristica essenziale della finanza di progetto è il *ring fence*, ossia la "segregazione" dei rischi e delle responsabilità relative alla realizzazione del progetto rispetto quelle a quelli facenti capo ai promotori/*sponsor*.

Peculiare, come più volte ricordato, è il regime di separazione delle attività del progetto nonché dei *cash flow* generati dal progetto stesso.

A tale logica di segregazione sembra rispondere il nuovo istituto del finanziamento destinato. L'esame del regime di segregazione per le attività e i *cash flow* nell'ambito del finanziamento destinato richiede una analisi giuridica dell'istituto.

L'istituto del finanziamento destinato stabilisce che il contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare, il quale deve essere portato debitamente a conoscenza dei terzi attraverso il regime pubblicitario del deposito presso l'ufficio del Registro delle imprese, consente che al rimborso totale o parziale del finanziamento siano destinati *tutti o parte* dei proventi dell'affare stesso (art. 2447-*decies*). La Relazione al decreto, sul punto, specifica che "la separazione patrimoniale sussiste esclusivamente a livello dei proventi nella fase di incasso" e per assicurare tale risultato è necessario che la società

adotti “necessari sistemi di incasso e contabilizzazione idonei ad individuare in ogni momento questi proventi”.<sup>301</sup>

Ciò detto, prima di studiare gli effetti della segregazione patrimoniale nel finanziamento destinato, occorre esaminare quello che rappresenta un elemento peculiare del patrimonio separato: il contratto di finanziamento.

L’art. 2447-*decies*, 2° comma, disciplina il contenuto del contratto: alcuni elementi sono indefettibili, altri, non essenziali, sono oggetto dell’autonomia negoziale delle parti.

Il contratto, che può prevedere che al rimborso totale o parziale del finanziamento siano destinati, in via esclusiva, tutti o parte dei proventi dell'affare stesso, deve contenere:

- a) una descrizione dell'operazione che consenta di individuarne lo specifico oggetto; le modalità ed i tempi di realizzazione; i costi previsti ed i ricavi attesi;
- b) il piano finanziario dell'operazione, indicando la parte coperta dal finanziamento e quella a carico della società;
- c) i beni strumentali necessari alla realizzazione dell'operazione;
- d) le specifiche garanzie che la società offre in ordine all'obbligo di esecuzione del contratto e di corretta e tempestiva realizzazione dell'operazione;
- e) i controlli che il finanziatore, o soggetto da lui delegato, può effettuare sull'esecuzione dell'operazione;
- f) la parte dei proventi destinati al rimborso del finanziamento e le modalità per determinarli;
- g) le eventuali garanzie che la società presta per il rimborso di parte del finanziamento;
- h) il tempo massimo di rimborso, decorso il quale nulla più è dovuto al finanziatore.

---

<sup>301</sup> Un “parziale” regime di separazione vige anche per i beni strumentali destinati all’operazione, per i quali beni i creditori “generali” della società possono esercitare solo le azioni conservative a tutela dei loro diritti, non potendo distogliergli dall’operazione stessa (art. 2447-*decies*, 5° comma).

Il punto di cui alla lettera *a*) concerne, come anche per il patrimonio destinato, la descrizione dell'operazione, ossia dell'affare: da tale descrizione, che deve includere la modalità di svolgimento e la relativa tempistica, nonché i costi e i ricavi attesi dall'operazione, si desume il contenuto delle prestazioni che la società finanziata si impegna a svolgere con riferimento alla realizzazione dello specifico affare.

Il piano finanziario dell'operazione, di cui alla lettera *b*), costituisce l'elemento focale del contratto di finanziamento. Detto piano deve indicare "la parte coperta dal finanziamento e quella a carico della società". L'OIC precisa, sul punto, che il piano deve indicare quanta parte dei costi viene coperta dal finanziamento destinato, quali proventi dell'operazione sono destinati al suo rimborso e le garanzie eventualmente offerte al finanziatore (art. 2447-decies, comma 2°, lettera *g*).<sup>302</sup>

Dalla lettura della norma in commento si desume che il terzo finanziatore può non finanziare per intero l'affare, ma può ben verificarsi che una parte del finanziamento sia a carico della società.<sup>303</sup> Ovviamente, qualora ricorra tale ipotesi, beneficiario del rimborso a mezzo patrimonio separato alimentato dai proventi può essere esclusivamente il finanziatore terzo e non certo la società che, come si vedrà, avrà diritto agli utili distribuibili dell'affare.<sup>304</sup>

Al piano economico-finanziario è imprescindibilmente legata la durata massima del periodo di rimborso (art. 2447-decies, 2° comma, lettera *h*): "non ha senso giuridico ed economico un piano finanziario che non preveda una durata dell'operazione o del finanziamento".<sup>305</sup>

---

<sup>302</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 20.

<sup>303</sup> "L'assunzione da parte del terzo dell'onere dell'intero finanziamento presuppone che la società impieghi, a sua volta, delle risorse patrimoniali, altrimenti la società si limiterebbe a gestire l'affare per conto terzi" (Bertuzzi M., Bozza G., Sciumbata G., *op. cit.*, pag. 169).

<sup>304</sup> Bertuzzi M., Bozza G., Sciumbata G., *op. cit.*, pag. 169.

<sup>305</sup> Niutta osserva che la determinazione dell'elemento sul tempo massimo di rimborso, immancabile, calcolata in rapporto con la durata programmata per lo specifico affare, rappresenta l'esito di uno sforzo inteso a definire l'attendibilità del piano economico-finanziario del medesimo affare da finanziare (Niutta A., *op. cit.*, pag. 282).

Gli elementi di cui alle lettere d), e) e g) sono approfonditi nel paragrafo 3.2.4. relativo al *security package*.

### *I proventi, i frutti e gli investimenti*

La separazione patrimoniale nel finanziamento destinato produce un duplice effetto:

a) quello di destinare al soddisfacimento del creditore esclusivamente *i proventi e i frutti* dell'affare;

b) quello di impedire ai creditori della società di agire sui predetti proventi sino al rimborso del finanziamento o alla scadenza del termine pattuito, nonché sui beni strumentali necessari per la realizzazione dell'affare e che, quindi, devono essere specificati nel contratto. Su tali beni i creditori sociali possono solo intraprendere azioni conservative a garanzia dei loro diritti.<sup>306</sup>

Il primo punto merita una precisazione: il patrimonio separato da quello della società è costituito, così come recita l'art. 2447-*decies*, "dai proventi" dell'operazione, nonché dai frutti e dagli investimenti con i primi effettuati.

Al riguardo ci sembra utile approfondire, nell'ambito della disciplina del finanziamento destinato, il concetto di proventi, frutti e investimenti.

La dottrina è divisa nell'interpretazione del concetto di "proventi".

Da una parte chi riconduce il concetto di proventi a quello di utile o di "ricavato netto".<sup>307</sup> Chi condivide tale interpretazione sostiene che riferire la nozione di provento a quello di ricavo è illogico poiché il finanziatore si troverebbe a godere solo degli esiti positivi dell'affare

---

<sup>306</sup> Strettamente connesso con il punto a) è l'indicazione dei beni strumentali, che, necessari per la realizzazione dell'affare devono essere specificati nel contratto, in quanto per essi vige un *parziale regime di separazione*.

<sup>307</sup> Comporti C., *Finanziamento destinato ad uno specifico affare*, in La Riforma delle società, a cura di Sandulli M., Santoro V., tomo II, Giappichelli Editore, Torino, pag. 1028. Niutta equipara i proventi "ai flussi di reddito" (Niutta A., *op. cit.*, pag. 289).

mentre i relativi costi sarebbero sopportati dall'impresa e quindi andrebbero a gravare sui creditori sociali.<sup>308</sup>

Dall'altra, chi ritiene che per proventi debba intendersi qualsiasi forma di flusso di cassa (o di ricavo lordo) percepita dal soggetto finanziato: una nozione ben più ampia di quella di "utile".<sup>309</sup>

Giannelli osserva che per proventi dell'operazione non debba intendersi "il risultato netto che residua dallo svolgimento dell'affare, e quindi l'utile... soluzione che, oltretutto finirebbe per favorire i creditori sociali a danno dei finanziatori dell'affare, i quali sarebbero sempre ad essi postergati..."<sup>310</sup>

In effetti per provento, nella prassi economico-aziendale, si intende qualunque componente positivo di reddito generato dalla gestione, al lordo dei correlativi oneri.<sup>311</sup>

Il significato da attribuire al concetto di provento, da un'interpretazione che tenga conto della *ratio* della disciplina del finanziamento destinato, dovrebbe essere assimilabile a quello di flusso di cassa.<sup>312</sup>

---

<sup>308</sup> Comporti C., *op. cit.*, pag. 1028, il quale osserva "che se si adottasse una diversa interpretazione, i creditori sociali verrebbero svantaggiati in quanto non potrebbero soddisfare le proprie pretese sul patrimonio autonomo costituito dai ricavi, ma solo su quello generale della società, nel quale non confluirebbero i ricavi dell'affare."

<sup>309</sup> Salamone L., *I "finanziamenti destinati", tra separazione patrimoniale e garanzia senza spossessamento*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Portale G., Colombo G. E., pag. 893. Anche se poi l'Autore rileva che la disciplina dei finanziamenti destinati "è compatibile tanto con la causa dell'associazione in partecipazione, nel qual caso il "provento" soggetto a separazione coinciderà con "l'utile" di cui all'art. 2549 c.c.; quanto con altre cause, nel qual caso "il provento" potrà evocare "ritorni" di diversa natura" (pag. 885). Dell'Atti osserva che il finanziamento destinato ben si distingue dall'associazione in partecipazione o dalla cointeressenza impropria, in quanto i soggetti finanziatori non hanno diritto agli utili della società, ma hanno diritto, così come prevede il codice civile, al rimborso di un finanziamento (Dell'Atti A., *op. cit.*, pag. 135). Lenzi ritiene che in considerazione dei richiami che la legge fa all'incasso dei proventi sembra più conforme alla stessa adottare il concetto di ricavo lordo...anche se poi osserva che il riferimento ai criteri contabili non esclude tuttavia la possibilità di far coincidere il concetto di provento con quello di utile (Lenzi R., *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in "Rivista del Notariato", Parte I, 2003, pag. 583).

<sup>310</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1277.

<sup>311</sup> Si rimanda a Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e del Consiglio Nazionale dei Ragionieri, Documento interpretativo n. 1 del Principio contabile 12 *Classificazione nel conto economico dei costi e ricavi*.

<sup>312</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 78; Ferro-Luzzi P., *op. cit.*, pag. 131; La Rosa F., *op. cit.*, pag. 253.

In effetti il patrimonio separato, per poter validamente fungere da garanzia di rimborso al terzo finanziatore, assume concreto significato solo ove lo si riferisca a dei flussi di cassa, facilmente identificabili attraverso “idonei sistemi di incasso”, piuttosto che ad una differenza tra ricavi e costi.

Sembra opportuno, a questo punto, nella vaghezza della legge che parla, genericamente di proventi, e, nella diversità delle interpretazioni dottrinali, che le parti disciplinino nel contratto la base di calcolo specifica per la determinazione dei proventi: sul punto l’art. 2447-*decies* dispone che il contratto di finanziamento debba contenere “la parte dei proventi destinati al rimborso del finanziamento e le modalità per determinarli”.

In particolare, nel contratto di finanziamento, saranno definite, oltre alle modalità di calcolo dei proventi, le seguenti condizioni pattizie: se il rimborso tramite proventi è totale o parziale; se i proventi sono destinati tutti o in parte al rimborso e la concessione facoltativa delle garanzie parziali da parte della società.

Il patrimonio separato è costituito oltre che dai proventi dell’operazione anche dai *frutti* e dagli *investimenti* con i primi effettuati.

Anche l’espressione frutti richiede di essere correttamente interpretata. Alcuni Autori, sul concetto di frutti, sono concordi nel ritenere che non ci si riferisce alla nozione tecnica di cui all’art. 820 del c.c.<sup>313</sup>

L’art. 820 del c.c. prevede che “Sono frutti naturali quelli che provengono direttamente dalla cosa, vi concorra o no l’opera dell’uomo. Sono frutti civili quelli che si ritraggono dalla cosa come corrispettivo del godimento che altri ne abbia. Tali sono gli interessi da capitale...”.

Niutta, al riguardo, osserva che “costituiscono frutti, ai sensi della disposizione in commento quelli che non possono essere invece rappresentati come risultati di investimenti, dunque ciò che, per il codice civile, costituisce l’effetto della naturale fecondità del denaro e

---

<sup>313</sup> Salamone L., *op. cit.*, pag. 899.

non di un'attività di investimento, cui è invece correlata la rischiosità del risultato. Pertanto, sembrerebbe doversi includere tra i frutti di cui al comma VI solo gli interessi accreditati sulle somme disponibili in conti correnti bancari dove si deposita la liquidità riveniente dall'affare".<sup>314</sup>

Di parere diverso Gennari, il quale precisa che per frutti non si includono solo quelli *diretti*, quelli cioè naturalmente generati dai beni, come gli interessi prodotti dalle somme di denaro, ma anche quelli derivanti da investimenti anche più rischiosi dei depositi in conto corrente.<sup>315</sup>

Per investimenti si intendono gli impieghi dei proventi che, da un lato, abbiano la finalità di ottimizzarne la gestione rispetto al mero deposito in conto corrente.<sup>316</sup>

Certo è che, anche con riferimento alla nozione di frutti e investimenti, la soluzione più corretta sembra essere quella di definire nel contratto di finanziamento, il significato da attribuire a detti concetti.

Il patrimonio separato, quindi, si comporrà anzitutto delle disponibilità liquide dei proventi incassati, dei crediti dagli stessi sorti, delle remunerazioni a vario titolo ottenute su tali somme (i "frutti" dell'art. 2447-*decies*, comma 4°), quali ad esempio gli interessi attivi maturati sul conto corrente bancario separato, nonché degli investimenti, quali, ad esempio, quelli in titoli di stato, eventualmente effettuati durante il periodo di gestione dell'affare e prima del rimborso del finanziamento.<sup>317</sup>

Se, il patrimonio separato da quello della società è costituito, così come recita l'art. 2447-*decies*, "dai proventi" dell'operazione, nonché dai frutti e dagli investimenti con i primi effettuati, occorre osservare che non vi è una perfetta corrispondenza tra i valori afferenti il

---

<sup>314</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 290.

<sup>315</sup> Gennari F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, CEDAM, 2005, pag. 183.

<sup>316</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 290.

<sup>317</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 21.

patrimonio destinato e destinati al soddisfacimento del finanziatore ed i beni inattaccabili dai creditori sociali.

Nel patrimonio separato sono esclusi quei beni strumentali che non rientrano nella garanzia del finanziatore pur essendo sottratti, per la durata dell'operazione, all'azione dei creditori sociali.<sup>318</sup>

Ciò è necessario affinché venga garantita la capacità reddituale dello specifico affare: che, se ciò avvenisse, non potrebbe essere compromessa ogni possibilità di ripresa del progetto stesso.

L'oggetto di separazione patrimoniale non include l'importo del finanziamento che, invece, confluisce nel patrimonio della società. Più avanti, evidenzieremo come la fattispecie in oggetto, limitatamente a tale profilo, determina una separazione patrimoniale meno perfetta rispetto al *trust*, in cui le somme date a prestito dai finanziatori costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti.

Implicito è, comunque, che il capitale finanziato sia necessariamente vincolato alla realizzazione dell'affare, nel senso che esso deve essere destinato alla realizzazione di un determinato affare, in virtù del quale il finanziamento è stato erogato, e non per la generica attività aziendale, altrimenti verrebbero meno i presupposti del piano finanziario, il quale rappresenta uno degli elementi di valutazione della bontà dell'affare da parte del finanziatore.

Il fenomeno descritto di separazione si sostanzia come condizione di opponibilità di un vincolo di destinazione ai creditori: i flussi di cassa costituenti i proventi dell'affare sono "insensibili" alle azioni esecutive dei creditori sociali, esclusi, appunto, i finanziatori "specifici".<sup>319</sup>

Quindi nel finanziamento destinato la limitazione della responsabilità patrimoniale è collegata non a beni e rapporti giuridici, come avviene nel patrimonio destinato, ma a valori dinamici, i proventi, che costituiscono variabile determinante della redditività dello specifico progetto.

---

<sup>318</sup> L'art. 2447-decies, 2° comma, prevede che il contratto di finanziamento deve contenere i beni strumentali necessari alla realizzazione dell'operazione.

<sup>319</sup> Salamone L., *op. cit.*, pag. 881.

Ai creditori sociali è preclusa ogni azione nei confronti dei beni che compongono il patrimonio separato, che costituisce l'unica garanzia patrimoniale per i finanziatori, posto che il restante patrimonio non risponde delle obbligazioni nei confronti degli stessi, ancorché la società non abbia prestato ulteriori garanzie al rimborso.

Nel finanziamento destinato, come già osservato, vengono a configurarsi due categorie di creditori, quelli generali e quelli dello specifico affare. In questo caso dato che agli interessi dei creditori sociali preesistenti non viene sottratta alcuna parte della loro garanzia patrimoniale con la stipulazione del contratto di finanziamento destinato, non sussiste alcuna limitazione quantitativa alla costituzione del finanziamento destinato. A conferma di ciò, non è riconosciuto al creditore alcun diritto di opposizione dei creditori alla stipula del contratto di finanziamento, al contrario di quanto avviene con il patrimonio destinato.

Una riflessione con riferimento ai soggetti che beneficiano della segregazione: nel modello operativo del patrimonio destinato essi erano i creditori particolari dello specifico affare, nel finanziamento destinato vi è un'ulteriore restrizione di tipo soggettivo: non l'intera categoria dei creditori correlati al singolo affare ma solo coloro che hanno erogato il finanziamento "destinato".<sup>320</sup>

### *I beni strumentali*

Una ulteriore, ma parzialmente diversa, forma di separazione patrimoniale riguarda i beni strumentali allo svolgimento dell'affare, di cui all'art. 2447-*decies*, comma 5°.

Su tali beni, è espressamente statuito che i creditori generali della società, fino al termine del finanziamento o alla scadenza del tempo massimo di rimborso, non possono che esercitare azioni conservative.

---

<sup>320</sup> Bertuzzi M., Bozza G., Sciumbata M., *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, SAA*, in *La Riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio G., vol. 7, Giuffrè Editore, Milano, 2003.

Il contratto di finanziamento deve indicare, secondo il contenuto dell'art. 2447-*decies*, comma 2°, i beni strumentali necessari allo svolgimento dell'operazione.

Il “vincolo di destinazione” ha effetti differenti a seconda se i beni sono già disponibili nel patrimonio della società (o se la società intende acquistarli a prescindere dai proventi dell'affare) o se sono beni acquistati con i proventi dell'affare.

Per i primi non si crea alcun vincolo di destinazione. In effetti, essi non appartengono al patrimonio separato, che non costituisce, per espressa previsione normativa, garanzia per i finanziatori. I creditori sociali su tali beni, tuttavia, non possono esercitare azioni esecutive a tutela delle loro diritti, ma solo azioni conservative (art. 2447-*decies*, comma 5°).<sup>321</sup>

Tale parziale limitazione di “difesa” dei loro diritti permane sino al momento del rimborso oppure fino alla scadenza del termine massimo previsto per il rimborso.

Il divieto, seppur temporaneo e condizionato, dell'esercizio dell'azione esecutiva sui beni strumentali, si sostanzia in un vantaggio dei finanziatori dell'affare: l'esecuzione potrebbe infatti compromettere il buon esito dell'affare stesso.<sup>322</sup>

Di contro, per i beni acquistati con i proventi dell'affare si estende lo stesso vincolo di destinazione che già insisteva sui proventi.<sup>323</sup>

### *La segregazione e l'insolvenza nel finanziamento destinato*

Ai fini di una analisi completa circa il regime di segregazione, occorre comprendere, almeno per linee essenziali, il regime di segregazione patrimoniale in ipotesi di insolvenza della società: l'esame della disciplina della segregazione patrimoniale non può non tener conto degli effetti del fallimento sul contratto di finanziamento destinato.

---

<sup>321</sup> Gennari F., *op. cit.*, pag. 186.

<sup>322</sup> Salamone L., *op. cit.*, pag. 901.

<sup>323</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 279.

Nel codice civile, la norma che si occupa dei riflessi dell'insolvenza della società sul contratto di finanziamento è l'art. 2447-*decies*, 6° comma. Tale articolo prevede che, qualora il fallimento della società causi l'impossibilità di realizzare o continuare l'operazione economica relativa al contratto di finanziamento, cessano le limitazioni che i creditori della società, sino al rimborso del finanziamento, possono esercitare esclusivamente azioni conservative sui beni strumentali destinati alla realizzazione dell'operazione a tutela dei loro diritti e il finanziatore può insinuarsi al passivo per soddisfare il credito al netto delle somme di cui ai commi terzo e quarto (cioè i proventi, i frutti di essi e degli investimenti eventualmente effettuati in attesa del rimborso al finanziatore).

Dalla lettura della norma, si ricava che l'insolvenza della società non si traduce, necessariamente, in una causa di cessazione dell'attività separata, la quale può continuare a dare profitto alla società stessa.<sup>324</sup> È quindi possibile, che, in caso di fallimento della società, l'affare continui in via provvisoria da parte degli organi della procedura e che sul ricavato si soddisfino esclusivamente i creditori particolari.

Pertanto, anche nello stato di insolvenza della società, se il finanziamento dello specifico affare non è giunto a scadenza, permane il regime di separazione patrimoniale: i creditori generali della società non possono compiere sui beni separati altro che atti conservativi. Tale limitazione viene meno qualora il fallimento impedisca lo svolgimento dell'attività separata.

Nell'ipotesi in cui non vi siano le condizioni per la prosecuzione dell'affare sin dalla dichiarazione di fallimento, le conseguenze sono quelle delineate nel sesto comma dell'art. 2447-*decies*.

In particolare da tale momento cessano le limitazioni sul vincolo dei beni strumentali e il finanziatore *ha diritto di insinuarsi al passivo per il suo credito, al netto delle somme di cui al terzo e al quarto comma dell'art. 2447-*decies**.

---

<sup>324</sup> Ferro-Luzzi F., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Rivista del Diritto Commerciale", n. 1-2/3-4, 2003, pag. 120.

L'interpretazione della seconda parte della norma non è chiara. La dottrina ritiene che il finanziatore abbia il diritto di insinuarsi al passivo per il credito residuo, al netto cioè di quanto evidentemente già ricevuto.<sup>325</sup>

La norma codicistica prevede che il fallimento della società può determinare la cessazione o la continuazione dello specifico affare finanziato, ma non specifica gli effetti del fallimento sulla separazione: se cioè i finanziatori dell'affare siano "preferiti" agli altri creditori generali della società.<sup>326</sup>

Ci si chiede che cosa accada se, malgrado la prosecuzione dell'affare, i creditori particolari del "patrimonio finanziario", restino, comunque, insoddisfatti ed, in particolare, se a questi sia dato, malgrado l'attività separata continui, la possibilità di insinuarsi al passivo.

La norma allo stato attuale non pare propendere per questa possibilità: ciò è coerente con il principio che il rischio che grava sull'investitore, il quale, a fronte della continuazione dell'affare, pur se svolgentesi ad opera degli organi concorsuali e all'interno di una procedura, non potrà lamentarsi del suo cattivo esito del quale aveva assunto, inizialmente, il rischio.

La stessa disposizione fa emergere dubbi interpretativi nella parte in cui stabilisce che il fallimento della società fa cessare le limitazioni poste a carico dei creditori generali della società consistenti nella possibilità esclusiva per gli stessi, finché la società è *in bonis* e l'affare in corso di svolgimento, di compiere solo atti conservativi sui beni strumentali destinati allo specifico affare (art. 2447-*decies*, comma sesto).

Stando ad un'interpretazione letterale della norma, si potrebbe affermare che una volta dichiarato il fallimento della società, i

---

<sup>325</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 84; Gennari F., *op. cit.*, pag. 91.

<sup>326</sup> Potrebbe ritenersi, per ragioni di analogia del trattamento riconosciuto ai creditori dello specifico affare nei patrimoni destinati, che anche per i finanziatori "destinati" permane il beneficio della separazione. A condividere tale orientamento: Gatti S., *Finanziamenti destinati e procedure concorsuali*, in "Rivista dei Dottori Commercialisti", 2004, pag. 243.

creditori della stessa potrebbero compiere sui beni strumentali non solo atti conservativi ma anche atti esecutivi.

Pare allora necessario fare un cenno a quanto è stato previsto dalla riforma organica delle procedure concorsuali, con riferimento all'insolvenza dei finanziamenti destinati.

La disciplina degli effetti del fallimento sul contratto di finanziamento destinato ha trovato oggi un completamento nella nuova previsione di cui all'art. 72-ter della Legge fallimentare.<sup>327</sup>

Il nuovo articolo dispone che il fallimento della società determina lo scioglimento del contratto di finanziamento di cui all'articolo 2447-bis, primo comma, lettera b) del codice civile quando il fallimento impedisce la realizzazione o la continuazione dell'operazione.

In caso contrario, il curatore, sentito il parere del comitato dei creditori, può decidere di subentrare nel contratto in luogo della società assumendone gli oneri relativi.

Ove il curatore non subentri nel contratto, il finanziatore può chiedere al giudice delegato, sentito il comitato dei creditori, di realizzare o di continuare l'operazione, in proprio o affidandola a terzi; in tale ipotesi il finanziatore può trattenere i proventi dell'affare e può insinuarsi al passivo del fallimento in via chirografaria per l'eventuale credito residuo.<sup>328</sup>

Sulla base delle norme richiamate è condivisibile la tesi per cui la crisi o l'insolvenza della società finanziata non produce di per sé effetti sul contratto: questo si scioglie solo se il curatore decide in tal senso e se il finanziatore non valuta di poter proseguire in proprio o con un terzo l'operazione.

Nel caso in cui il curatore valuta la sussistenza delle condizioni per portare avanti lo specifico affare, “non pare essere dubbio che

---

<sup>327</sup> La riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali a norma dell'articolo 1, comma 5, della Legge 14 maggio 2005, n. 80 è stata introdotta con il D. Lgs. 9 gennaio 2006, n.5.

<sup>328</sup> Nei due casi citati, subentro del curatore in luogo della società o continuazione dell'operazione da parte del finanziatore, l'art. 72-ter prevede che resta ferma la disciplina prevista dall'art. 2447-decies, terzo, quarto e quinto comma, del c.c.

permangono, anche pendente il fallimento, gli effetti della separazione patrimoniale...”.<sup>329</sup>

Nell'ipotesi di sub-ingresso del terzo nel rapporto contrattuale, al finanziatore è riconosciuto il diritto, nell'ipotesi di mancata o incompleto rimborso del finanziamento destinato, di insinuarsi al passivo del fallimento come creditore chirografario.

In ogni caso, il vincolo di destinazione che è stato costituito dal contratto di finanziamento destinato permane all'interno dello stesso rapporto: questo è il senso più plausibile della previsione del comma VI lì dove richiama i commi III e IV dell'art. 2447-*decies* del c.c..”<sup>330</sup>

In effetti, l'esclusione del fallimento come causa automatica di conclusione dell'affare pone i finanziatori in una posizione di vantaggio rispetto a quella dei creditori del patrimonio destinato che fronteggiano, di contro, il rischio di interruzione dell'affare e di anticipata liquidazione del patrimonio.<sup>331</sup>

Per completezza, è opportuno riflettere, pur in mancanza di una specifica disposizione al riguardo, circa gli effetti di mancata realizzazione dell'affare per causa imputabile all'affare stesso.

In assenza di disposizioni, il finanziatore, che ha stipulato il contratto di finanziamento, ha assunto consapevolmente parte del rischio di non ottenere il completo rimborso del capitale e, quindi, una volta che si verifichi una causa che conduca alla mancata realizzazione dell'affare, che non sia il fallimento della società, dovrebbe perdere, se il capitale separato non è capiente, il diritto a ottenere quanto non ancora a lui rimborsato.<sup>332</sup>

---

<sup>329</sup> Gennari F., *op. cit.*, pag. 190.

<sup>330</sup> Niuitta A., *op. cit.*, pag. 314.

<sup>331</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 84.

<sup>332</sup> Gennari F., *op. cit.*, pag. 192.

## 2. Effetti sul bilancio del promotore

Già la Relazione di accompagnamento al progetto di legge delega sulla riforma del diritto societario metteva in luce che, nell'ambito dei patrimoni destinati a specifici affari, sarà "necessario prevedere modalità di amministrazione idonee e principalmente regole contabili in grado di consentire in ogni momento una destinazione degli elementi patrimoniali destinati al singolo affare rispetto al globale patrimonio della società".<sup>333</sup>

Il legislatore, che si riferiva, nello specifico, al fenomeno dei patrimoni destinati, disciplinato poi in maniera "duplice (patrimonio destinato in senso stretto e finanziamento destinato), con il d. lgs. 6/2003, già rilevava l'esigenza di disciplinare l'istituto in ottica economico-contabile, per assicurare trasparenza al patrimonio separato, consentendo così, al finanziatore, un controllo efficace ed efficiente sulla gestione dell'affare.

Lo studio degli effetti sul bilancio della costituzione del finanziamento destinato richiede, preliminarmente, la comprensione del corretto inquadramento giuridico dell'istituto disciplinato.

Il codice civile, differentemente da quanto è previsto per i patrimoni destinati "operativi", non richiede per i finanziamenti destinati, né la distinta indicazione dei beni e dei rapporti destinati, né la redazione di uno specifico rendiconto.

Ciò nondimeno, si segnala l'esigenza del finanziatore di controllare in ogni momento non solo l'andamento dell'affare ma anche l'ammontare degli incassi nonché l'effettuazione degli adempimenti da cui dipende la tenuta del *ring fence*.<sup>334</sup>

Anche i creditori generali della società sono interessati a conoscere l'andamento dell'affare, sia con riferimento ad eventuali garanzie prestate dalla stessa società ai finanziatori sia con riferimento alla possibile destinazione di parte dei proventi alla stessa società.

---

<sup>333</sup> Relazione illustrativa allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario redatto dalla commissione presieduta da Antonio Mirone (art. 4, co. 4).

<sup>334</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 293.

L'art. 2447-*decies* stabilisce che una delle condizioni affinché i proventi dell'operazione costituiscano patrimonio separato da quello della società è l'adozione di "sistemi di incasso e di contabilizzazione" idonei ad individuare in ogni momento i proventi dell'affare ed a tenerli separati dal restante patrimonio della società.<sup>335</sup>

Gli obblighi sulla separazione contabile sono volti a tenere distinti i proventi della società da quelli dell'affare specifico.

In particolare secondo l'OIC è sufficiente operare all'interno della contabilità della società una distinta fatturazione, nonché costruire appositi conti bancari nei quali movimentare esclusivamente i proventi dell'attività specifica e gli eventuali investimenti che si dovessero temporaneamente effettuare con gli stessi.<sup>336</sup>

In effetti nel *project financing*, "complemento logico della garanzia che insiste su tutti i crediti della società di progetto, è generalmente la garanzia... sui "conti" della società di progetto, in cui confluiscono e giacciono depositati, in attesa di impiego nell'ordinaria attività aziendale o di rimborso del finanziamento, i fondi via via rivenienti dal realizzo dei crediti vincolati."<sup>337</sup>

In tema di documentazione e rappresentazione contabile del finanziamento destinato nel bilancio della società, l'art. 2447-*decies*, VIII comma, si limita a prevedere che la nota integrativa alle voci di bilancio relative ai proventi di cui al terzo comma, ed ai beni di cui al quarto comma (cioè i frutti e gli investimenti effettuati con i proventi), deve contenere l'indicazione della destinazione degli stessi.<sup>338</sup>

---

<sup>335</sup> De Rosa F., *op. cit.* pag. 259.

<sup>336</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *OIC 2 Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, pag. 21.

<sup>337</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1024.

<sup>338</sup> Il punto 21 dell'art. 2427, con riferimento al contenuto della nota integrativa, richiama infatti quanto previsto dall'art. 2447-*decies*, ottavo comma.

Nel silenzio della legge, è dubbio se, in nota integrativa, debbano essere indicati anche i beni strumentali di cui al 5° comma dell'art. 2447-*decies* del c.c..<sup>339</sup>

L'OIC, commentando tale disposizione osserva che nella nota integrativa, per ciascun finanziamento destinato, occorre indicare sia l'importo delle disponibilità liquide e dei titoli appartenenti al patrimonio separato, con i relativi vincoli, sia la natura e il valore dei beni strumentali destinati alla realizzazione dell'affare.

Si ritiene, pertanto, che, per i finanziamenti destinati, sia sufficiente l'indicazione richiesta dal codice civile di fornire le informazioni nella nota integrativa della società: non occorre dare separata evidenza negli schemi di bilancio di stato patrimoniale e conto economico delle voci afferenti il finanziamento destinato, né allegare al bilancio un rendiconto dal quale risulti sinteticamente l'attività dello specifico affare.<sup>340</sup>

Tuttavia, parte della dottrina non condivide tale orientamento e giudica carente la disciplina dei finanziamenti destinati sotto il profilo informativo-contabile.<sup>341</sup>

---

<sup>339</sup> Comporti ritiene che tale indicazione debba includere anche i beni strumentali contraddistinti da un regime di separazione patrimoniale attenuato (Comporti C., *op. cit.*, pag. 1029); contrario Giannelli, il quale osserva che i beni vincolati sono indicati nel contratto di finanziamento depositato presso il registro delle imprese (Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1282).

<sup>340</sup> Tra gli Autori che condividono una interpretazione letterale della norma in commento si veda Comporti C., *op. cit.*, pag. 1018.

<sup>341</sup> De Angelis osserva, infatti, che la distinta indicazione nello stato patrimoniale della società dei beni e dei rapporti sui quali grava il vincolo di destinazione debba riguardare anche l'ipotesi del finanziamento destinato (De Angelis L., *Patrimoni destinati a specifici affari di s.p.a.: profili contabili e fiscali*, in "Diritto e pratica tributaria", n. 3, 2003, pag. 440). Dello stesso orientamento Niutta che osserva come "la necessità di provvedere ad una adeguata informazione degli interessati circa l'incidenza dell'affare (in quanto assistito da un finanziamento destinato) sull'impresa sociale non sembra poter prescindere da un'apposita menzione nel bilancio della società, che non si limiti a quanto espressamente prescritto dal comma VIII, ma comporti l'applicazione (quanto meno in via analogica, se non propria estensiva) dell'art. 2447-*septies* del c.c." (Niutta A., *op. cit.*, pag. 295).

“Dunque sembra aver senso l’applicazione, anche rispetto a tale ipotesi, dell’art. 2447-*septies*, poiché non si vede come possano essere direttamente individuati i beni acquisiti dalla società con i proventi dell’affare e sui quali si deve estendere lo stesso vincolo di destinazione che li riguarda, in funzione di garanzia patrimoniale *ad hoc* in favore dei finanziatori”.<sup>342</sup>

A questo punto una riflessione: il codice civile non prevede una disciplina omogenea, in ottica di obblighi contabili, tra patrimoni destinati e finanziamenti destinati considerato che, comunque, in entrambe le ipotesi si crea un patrimonio “separato” con un regime di responsabilità privilegiato a favore di alcune categorie di creditori.

Nel patrimonio destinato, la separata indicazione di beni e dei rapporti giuridici afferenti lo specifico affare risulta nello stato patrimoniale della società gemmante, nel finanziamento destinato tale informazione è ricavabile dalla nota integrativa.

Tuttavia non può non osservarsi che gli obblighi in materia di rendicontazione risultano assai più snelli se comparati a quelli previsti per i patrimoni destinati.

Ciò nondimeno, la disposizione in materia contabile sui finanziamenti destinati sembra, seppur in maniera “debole”, soddisfare, comunque la finalità che il legislatore si è proposto: quella cioè di individuare in ogni momento il patrimonio separato costituito dai proventi e dai frutti di essi nonché dagli investimenti con questi effettuati.

### **3. Il leverage nel finanziamento destinato**

Nel finanziamento destinato, così come nel *project financing*, risulta centrale la natura “autoliquidante” dell’operazione, posto che, come dispone il codice civile, al rimborso, totale o parziale, del finanziamento vengono destinati, in via esclusiva tutti o parte dei proventi dell’affare stesso.

---

<sup>342</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 298.

A tal fine, tali elementi devono essere oggetto di specifica descrizione nel contratto di finanziamento, il quale deve contenere “il piano finanziario” dell’operazione. Tutto ciò, come già ricordato, in piena coerenza con il *project financing*.

Non esiste alcun limite quantitativo per la costituzione del finanziamento destinato, in quanto il vincolo di destinazione è riferito non a cespiti iscritti in bilancio, bensì a proventi futuri, per i quali risulterebbe difficile determinare degli specifici e precisi limiti.

Occorre riflettere che nel caso del finanziamento destinato risulta impossibile il calcolo del quoziente di indebitamento, finanziario o complessivo, in quanto l’istituto in esame si configura come un contratto di finanziamento di uno specifico affare al rimborso del quale sono destinati i proventi dell’affare stesso.

Il quoziente di indebitamento finanziario, come più volte ricordato è il rapporto, calcolato sui dati di bilancio di una società, tra i debiti finanziari e i mezzi propri. Appare ovvio, per quanto fino a qui illustrato, che nel finanziamento destinato non viene “destinata” da parte della società alcuna porzione dei mezzi propri (a meno che non si voglia equiparare ai mezzi propri l’entità dei beni strumentali destinati dalla società alla realizzazione dell’affare stesso).

Il finanziamento destinato costituisce una nuova modalità di finanziamento che, semmai, potrebbe condurre, da parte della società, considerata nel suo complesso, ad un più ampio ricorso a forme di prestito da parte di terzi: sarebbe allora il quoziente di indebitamento della società che fa ricorso a tale forma di finanziamento ad aumentare.

Certo è che, in tale fattispecie, la logica che sottende le operazioni di *project financing*, risulta ancora più rafforzata: il finanziatore è soddisfatto di garantirsi della redditività e dei *cash flow* del progetto, senza ricorrere, salvo eccezioni, a ulteriori garanzie, spesso di natura reale, prestate dalla società.

#### 4. Il security package

Uno dei tratti essenziali della finanza di progetto è il *security package*.

Già si è parlato della funzione difensiva del ricorso alle garanzie reali nel *project financing*: esse, a differenza della finalità che si riscontra nel credito ordinario, ove la garanzia reale assume rilevanza per il suo valore patrimoniale nell'ottica del realizzo, svolgono appunto una funzione difensiva da aggressioni di terzi creditori e funzionale al controllo espletato dai finanziatori sul progetto.

Nel nostro sistema, come noto, la garanzia reale non crea una cortina di intangibilità attorno al bene: viene creata solo una legittima causa di prelazione in sede di esecuzione. Il terzo creditore può, nonostante il vincolo reale costituito sul bene, comunque, sempre iniziare l'esecuzione sul bene gravato, dovendo, poi, solo accettare di essere postergato rispetto ai creditori privilegiati.

Potrebbe, pertanto, verificarsi l'evenienza che un terzo creditore aggredisca i beni del progetto, con il rischio di compromettere ogni possibilità di ripresa dell'affare.

Come già evidenziato la peculiarità del finanziamento destinato attiene il regime di privilegio del patrimonio separato, costituito dai proventi dell'affare e destinato all'esclusivo soddisfacimento dei finanziatori destinati.

Pertanto il finanziamento destinato costituisce una risposta valida ed efficace alle esigenze difensive che caratterizzano il *project financing*, creando un sistema di segregazione del patrimonio destinato da quello generale del soggetto finanziato.

Sotto questo profilo la disciplina del finanziamento destinato permette, appunto, la cosiddetta azione "difensiva", rispetto quella classica di garanzia patrimoniale. Azione difensiva che risulta massimamente funzionale alla logica del *project financing*: quella di prevedere un regime di favore per la categoria dei finanziatori che, assumono, nelle operazioni in esame, un ruolo preponderante.

Sul punto Carrière osserva che *evidenti emergono i vantaggi della disciplina del finanziamento destinato: il regime legale di segregazione e privilegio per i finanziatori sui “proventi” dell’affare oltreché in base sui loro “frutti” e “investimenti”, escludendosi ogni concorso da parte di terzi creditori, superandosi così quella che nel nostro sistema di garanzie reali risultava sin qui come l’impossibilità di costruire efficacemente un vincolo di garanzia sui flussi reddituali attesi e potenziali di una attività imprenditoriale, nonché la difficoltà e macchinosità di vincolare efficacemente le giacenze di cassa, i suoi frutti e gli investimenti dinamici che con essa vengono effettuati. L’ordinamento nostrano pare porsi così direttamente in concorrenza con i più risalenti modelli anglosassoni.*”<sup>343</sup>

Il sistema finanziario indica da tempo l’inadeguatezza di meccanismi di garanzia e di separazione patrimoniale centrati esclusivamente sui beni: il risultato dell’istituto analizzato è stato quello di operare sul piano dinamico dell’isolamento di un’operazione economica.

Il finanziamento destinato, di fatto, indica nella separazione patrimoniale uno strumento di garanzia specifica.<sup>344</sup> Il regime di segregazione descritto risulta, infatti, elastico, economico e semplice e funzionale alle esigenze delle garanzie in ambito *project financing*.

Come già ricordato nella prima parte del lavoro, il regime di segregazione nel *project financing* è possibile solo attraverso la costruzione di un costoso e macchinoso *security package* elaborato attorno alla tipologia delle nostre classiche garanzie reali possessorie e formali.<sup>345</sup>

L’isolamento in chiave dinamica del finanziamento destinato si estende anche allo speciale regime di segregazione dei “beni strumentali”. Su detti beni è espressamente statuito che i creditori generali della società, fino al termine del finanziamento o alla scadenza del tempo massimo di rimborso, non possono che esercitare azioni conservative. Il divieto, seppur temporaneo e condizionato,

---

<sup>343</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1026.

<sup>344</sup> Zoppini A., *op. cit.*, pag. 23 e segg..

<sup>345</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1027.

dell'esercizio dell'azione esecutiva sui beni strumentali, si sostanzia in un vantaggio dei finanziatori dell'affare: l'esecuzione potrebbe infatti compromettere il buon esito dell'affare. Il regime previsto fa emergere un indiscutibile e rilevante vantaggio del finanziamento destinato.

Sotto questo profilo la disciplina prevista dall'art. 2447-*decies*, comma c, c.c., risulta pienamente in linea con le finalità di ogni *security package* costruito in ciascuna operazione di *project financing*.

Il *security package* consente, inoltre, un incisivo e pervasivo controllo da parte dei finanziatori che, seppur formalmente, non si accollano il rischio "imprenditoriale" relativo al progetto, di fatto, partecipano, insieme agli *sponsor*, ai rischi del progetto stesso.

Tratto specifico e peculiare del *security package* è la presenza penetrante dei soggetti finanziatori: il contratto di finanziamento prevede, usualmente, una ampia e dettagliata articolazione di dichiarazioni, obblighi e divieti contrattuali (*covenant*, nella triplice classificazione di *positive*, *negative* e *financial covenant*). Tale sistema ha la funzione di consentire ai finanziatori il controllo sugli aspetti che possono incidere sull'esito del progetto.

Nel finanziamento destinato il contratto di finanziamento destinato deve contenere, tra le altre cose, anche una descrizione dei "controlli che il finanziatore o il soggetto da lui delegato, può effettuare sull'esercizio dell'operazione" evidenziandosi così la piena aderenza del "finanziamento destinato" anche con tale peculiarità delle operazioni di *project financing*.

Per ultimo, merita attenzione l'analisi delle garanzie che la società può rilasciare ai finanziatori "destinati".

L'art. 2447-*decies*, 2° comma, illustra il contenuto del contratto di finanziamento, prevedendo, quale elemento dello stesso, l'indicazione delle garanzie prestate dalla società.

La tipologia delle garanzie prestate dalla società è duplice: obbligazione di *facere*, di cui alla lettera *d*), consistente nell'esecuzione dell'operazione e obbligazione di *dare*, eventuale, di

cui alla lettera g), assunta dalla società per la restituzione di parte del finanziamento.<sup>346</sup>

La lettera d) prevede che il contratto indichi le specifiche garanzie che la società offre in ordine all'obbligo di esecuzione del contratto e di corretta e tempestiva realizzazione dell'operazione.<sup>347</sup>

Tali garanzie si riferiscono alle obbligazioni di una corretta gestione ed esecuzione dell'affare.<sup>348</sup>

La lettera g) prevede "le eventuali garanzie che la società presta per il rimborso di parte del finanziamento".

Su tali garanzie, la dottrina ritiene che possano essere tanto di natura reale che personale, prestate dalla stessa società o anche da terzi.<sup>349</sup>

Una riflessione su quanta "parte" del rimborso del finanziamento possa essere coperta dalle garanzie: secondo alcuni, da una interpretazione letterale e sistematica della norma, la legge non consente di cumulare interamente separazione patrimoniale e garanzia, posta la peculiarità del finanziamento destinato che consente il beneficio della separazione patrimoniale dei proventi alla funzione "partecipativa" del finanziatore al rischio dell'affare.<sup>350</sup>

---

<sup>346</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 285.

<sup>347</sup> Nonostante l'interpretazione letterale faccia propendere per una obbligatorietà dell'inclusione di tali clausole nel contratto di finanziamento, in dottrina, taluni ritengono che tali clausole non siano elementi indefettibili del contratto (vedi Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1280).

<sup>348</sup> Sul fatto che la prestazione di cui alla lettera d) può limitarsi ad aggiungere una obbligazione personale di garanzia, accessoria o autonoma che sia, all'obbligazione di fare, si veda Niutta A., *op. cit.*, pag. 286.

<sup>349</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1017; Salamone L., *op. cit.*, pag. 890; Niutta A., *op. cit.*, pag. 287.

<sup>350</sup> Sulle altre norme che sembrano confermare l'orientamento circa l'implicito rischio di non rimborso del finanziatore, si veda l'art. 2447 decies, 2° comma, lett. h), il quale prevede, senza alcuna possibilità di deroga, un termine massimo per il rimborso del finanziamento, decorso il quale nulla è più dovuto al finanziatore. Per ulteriori commenti si rimanda a Salamone L., *op. cit.*, pag. 891; Marano G., *op. cit.*, pag. 77. Lamandini rileva che "è certo, comunque che la società non possa garantire l'integrale rimborso del finanziamento, perché altrimenti, ci troveremmo al di fuori dello schema causale previsto" (Lamandini V., *op. cit.*, pag. 505). Dello stesso avviso Giannelli, secondo il quale si deve trattare di una garanzia parziale, altrimenti "la responsabilità della società si sovrapporrebbe completamente a quella del patrimonio separato, sia pure a titolo di garanzia e non di responsabilità diretta" (Giannini G., *op. cit.*, pag. 1281). *Contra* Niutta, il quale, tuttavia,

Circa la natura “partecipativa” del finanziamento, Ferro Luzzi osservava che “ciò porta alla crisi della distinzione fra capitale di credito e capitale di rischio di cui abbiamo tanto sentito parlare, e di cui siamo tutti quanti spettatori”.<sup>351</sup>

In sintesi, vi sono Autori che, nel finanziamento destinato colgono una nuova regola di responsabilità patrimoniale, riconducibile alle garanzie mobiliari senza spossessamento.<sup>352</sup> Si ritiene che tale forma di garanzia presenta affinità con le garanzie flottanti di diritto anglosassone, quali il *floating charge*.<sup>353</sup>

Vi sono coloro che, pur non spingendosi così avanti, assimilano il finanziamento destinato a una garanzia specifica a tutela di un particolare credito.<sup>354</sup>

Attraverso il finanziamento destinato, si realizza la finalità tipica del security package nell’ambito del *project financing*: la “blindatura” di tutti i flussi reddituali (*cash flow*) attesi (i proventi dell’affare) e,

---

rileva che *l’istituto dei finanziamenti destinati ha la sua ratio nell’istanza di nuovi strumenti per il finanziamento delle imprese e non si giustificerebbe, quindi, un’obbligazione solidale della stessa società per l’intero, una volta che si impianta la separazione patrimoniale di cui all’art. 2447-decies, c.c.* (Nietta A., *op. cit.*, pag. 288).

<sup>351</sup> Ferro-Luzzi P., *op. cit.*, pag. 273.

<sup>352</sup> Carrière, *op. cit.*, pag. 1023 e segg.. L’Autore espressamente si riferisce alle garanzie patrimoniali senza spossessamento; tra gli altri che condividono tale impostazione Ferro-Luzzi P., *I patrimoni “dedicati” e i gruppi nella riforma societaria*, in “Rivista del Notariato”, 2002, pag. 271 e segg.; Salamone L., *op. cit.*, pag. 913.

<sup>353</sup> La *floating charge* è una garanzia che si costituisce sull’intero patrimonio sociale o su una parte sostanziale di esso. L’imprenditore che concede una *floating charge* costituisce una garanzia il proprio attivo d’impresa; come esprime bene il termine, essa “fluttua” sull’insieme dei beni del patrimonio senza fissarsi su alcuno di essi in particolare, dunque il debitore mantiene il possesso e la piena disponibilità dei beni che ha vincolato fino alla *crystallisation*, cioè la trasformazione in una *fixed charge*...L’utilità di una tale garanzia è evidente: non essendo di tipo possessorio consente all’imprenditore un potere di disposizione del bene, evitando di paralizzare l’attività produttiva. (Marino R., *La disciplina delle garanzie finanziarie. Profili innovativi*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2006, pag. 36).

<sup>354</sup> Iamiceli P., *op. cit.*, pag. 275; Lamandini, *op. cit.*, pag. 490.

quindi, in ottica civilistica, di tutti i crediti presenti e futuri della società veicolo.<sup>355</sup>

---

<sup>355</sup> La possibilità di creare vincoli su crediti futuri, ove questi non siano identificabili e non promanino da un rapporto già in essere, non è ammessa, in quanto difetta il requisito di cui all'art. 2787 del c.c.. Il nostro ordinamento, infatti, è costituito dal criterio della specifica indicazione dell'oggetto della garanzia, quale requisito costitutivo ex art. 2787 c.c. (Carrière P., *op. cit.*, pag. 217).

## Capitolo Sesto

### Il trust e il project financing

La figura del *trust* trova nel *project financing* un suo campo di applicazione ottimale: i *project financing* concepiti nei paesi di *common law* fanno, infatti, ampio ricorso allo strumento del *trust* con diverse finalità.<sup>356</sup>

In Italia, l'utilità del *trust* applicata alla finanza di progetto era già stata "avvertita" nel 1997, nella fase che ha preceduto l'emanazione della Legge 415/1998 che ha introdotto in Italia, nell'ambito della realizzazione di lavori pubblici, la tecnica del *project financing*. Il disegno di legge in parola proponeva l'introduzione del *trust*, così come previsto dalla Convenzione dell'Aja, per la gestione di beni, diritti, crediti e garanzie reali e personali, per conto e nell'interesse dei finanziatori del concessionario.<sup>357</sup>

Nella legge del 1998, come noto, l'istituto del *trust* non ha trovato accoglimento: ciò, tuttavia, non impedisce che non vi si possa far ricorso, in virtù della Convenzione dell'Aja, riconosciuta, come già accennato, nell'ordinamento italiano. Nulla vieta, pertanto, che la pubblica amministrazione possa prevedere nel bando la facoltà per i promotori di istituire un *trust* per la realizzazione del progetto, né che i promotori possano, in loro autonomia, senza alcuna specifica facoltà riconosciuta nel bando, ricorrere all'istituto del *trust*.<sup>358</sup>

I modelli di *trust* ai quali si fa ampio ricorso nelle operazioni di *project financing*, nei paesi anglosassoni, sono il *trust borrowing vehicle* e il *security trust*. Di seguito si esaminano i tratti peculiari di

---

<sup>356</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 26 e segg..

<sup>357</sup> Per ulteriori approfondimenti sul disegno di legge presentato dal CNEL alla Commissione Lavori pubblici dell'epoca si rimanda a Lopilato V., *Trust e "Project financing" dopo la "Merloni ter"*, in "Trusts e attività fiduciarie", Luglio 2001.

<sup>358</sup> Lopilato V., *Trust e "project financing" dopo la "Merloni ter"*, in "Trusts e attività fiduciarie", n. 3, 2001.

ciascuno di questi nonché di un trust come gestore dei contratti del progetto.

\* \* \*

Il modello di *trust* che viene utilizzato generalmente nell'ambito delle operazioni di *project financing*, come "veicolo" di gestione accentrata dei *cash flows* in entrata e in uscita, è il cosiddetto *trust borrowing vehicle*.

In particolare, i promotori dell'operazione assumono il ruolo di disponenti nel *trust*, affidando al *trustee* il compito di incassare i ricavi che deriveranno dalla gestione dell'opera.

In questo tipo di *trust*, i beni oggetto di segregazione sono rappresentati dai contratti dell'opera, gli *offtake agreements*.<sup>359</sup> Per mezzo di tali contratti i soggetti compratori si impegnano ad acquistare una certa parte dei servizi finali ad un prezzo prefissato. In breve i soggetti acquirenti, sottoscrivendo tali tipi di contratti, assumono anche il ruolo di finanziatori, garantendo, prima del completamento dell'opera, un flusso di denaro costante.

Il ruolo del *trustee*, scelto tra soggetti di apprezzata e riconosciuta professionalità, è quello di definire un piano di riparto degli incassi in base al quale le risorse disponibili vengono riversate prioritariamente a favore dei promotori al fine di coprire i costi di esercizio della gestione, trasferendo le ulteriori risorse agli enti finanziatori fino al momento di integrale rimborso.

---

<sup>359</sup> Dabizzi ha definito gli *offtake agreements* come quei contratti "per mezzo dei quali dei soggetti si impegnano ad acquistare una certa quantità di beni e/o servizi risultato della gestione di un'opera ad un prezzo prefissato. La finalità perseguita è quella di conseguire la certezza di poter contare su un flusso pressoché costante di denaro in cambio dei prodotti e/o servizi forniti almeno fino a quando non sarà stata rimborsato il finanziamento ottenuto e remunerato in una certa misura l'attività espletata dagli *sponsors*. Generalmente, all'interno dei predetti contratti, vengono inserite le c.d. clausole *take or pay* che assolvono a una funzione di garanzia indiretta in quanto gli acquirenti dei prodotti e/o servizi si impegnano a versare una somma minima predeterminata anche se non gli verranno consegnati i prodotti e/o i servizi acquistati a prescindere dall'imputabilità dell'inadempimento al comportamento osservato da parte dei gestori dell'opera pubblica" (Dabizzi F., *Il trust e il project financing*, in "Giurisprudenza commerciale", 2001, n. 6, Giuffrè, I, pp. 733-746).

Si può osservare come tra beneficiari del *trust* vi siano i promotori che svolgono anche il ruolo di disponenti.

Delineato lo schema del *trust borrowing vehicle*, risulta più semplice individuare i vantaggi che derivano dall'adozione di tale strumento:

- consente di imprimere un vincolo di destinazione al finanziamento del progetto, nonché un vincolo di indisponibilità ai flussi di cassa in maniera incisiva ed efficace;<sup>360</sup>
- accentra e rende diretto il controllo dei finanziatori, in qualità di beneficiari, sulla gestione finanziaria del progetto; il controllo formale sull'attività espletata dal finanziatore potrebbe essere ulteriormente rafforzata attraverso la nomina di un guardiano (o *protector*) al quale assegnare poteri di controllo.<sup>361</sup>
- consente di gestire strutture finanziarie basate su una molteplicità di finanziatori, attraverso l'agire di un solo soggetto. Tale circostanza non è di poco conto, considerato che le operazioni di finanza di progetto coinvolgono spesso un *pool* di banche;
- consente una celerità nell'adozione delle decisioni per il fatto che l'attività amministrativa, limitata alla gestione dei cash flow in entrata e in uscita, è gestita da un unico soggetto (il *trustee*);
- permette una maggiore economicità nei costi di gestione rispetto a quelli sostenuti dalla società di progetto.

\* \* \*

---

<sup>360</sup> Limitatamente a tale aspetto, si può osservare l'analogia con l'istituto del finanziamento destinato: i finanziatori sono garantiti dal fatto che i creditori dei soggetti promotori non possono aggredire i flussi di cassa conferiti dai finanziatori nella fase che precede il rimborso del prestito agli stessi finanziatori.

<sup>361</sup> Si rimanda a Gallizia G., *op. cit.*

Altra tipica applicazione del *trust* è quella del *security trustee*, soggetto unico intestatario e gestore delle garanzie del progetto, che viene ad assumere la funzione di una “tesoreria centrale”.

Il ricorso alla figura del *trust* consente massima efficacia nella gestione del pacchetto di garanzie che contraddistinguono il progetto, il cosiddetto *security package*.

Lo schema del *security trust* prevede che i *settlor* del *trust* siano, come nel *trust borrowing vehicle*, i promotori che nominano il *trustee* nella fase di ideazione del progetto in modo da consentire ai soggetti finanziatori di destinare i fondi direttamente al *trustee* stesso. I fondi destinati possono essere, per quanto previsto dall’atto istitutivo del *trust*, utilizzati solo al fine di definire la fase progettuale e procedere alla realizzazione dell’opera.

In tal caso, generalmente, una banca viene istituita *trustee* del ricavato di tutte le vendite, delle quali cura l’incasso e la ripartizione fra l’imprenditore e le banche finanziatrici. Queste ultime conferiscono alla prima in *trust* le somme per le quali si sono impegnate per il finanziamento e il *trustee* ne cura il versamento all’impresa che realizza l’opera secondo quanto stabilito in predeterminate clausole contrattuali, sovente, condizionate dall’andamento delle opere. In generale in tutte le operazioni di finanziamento nelle quali sono coinvolte molteplici soggetti, risulta conveniente attribuire a un solo soggetto (il *trustee*) il compito di agire nell’interesse di tutti.

Nel modello descritto di *trust* sono ricompresi nella categoria dei beneficiari:

- i promotori/disponenti nella duplice veste di coloro che sostengono le spese di progettazione e di coloro che risultano aggiudicatari della concessione di costruzione e gestione. Pertanto i promotori ricevono dal *trust* le somme necessarie per le spese di progettazione e, successivamente all’aggiudicazione, quelle per la realizzazione del progetto;

- gli enti finanziatori, i quali hanno l'interesse a che l'impiego del denaro corrisposto riceva la specifica destinazione concordata con i promotori.<sup>362</sup>

Il *security trust*, ove il *trustee* opera quale soggetto depositario delle somme erogate dalle banche finanziatrici, permette di:

- garantire ulteriormente i finanziatori: le somme versate non possono infatti venire distolte dalle finalità programmate per essere impiegate per “esigenze più pressanti dell'impresa promotrice”;<sup>363</sup>
- le somme versate, altresì, non possono essere “intercettate” tra il momento del loro conferimento in *trust* e quello dell'impiego nella realizzazione del progetto. In tale ambito, il *trust* risulta strumento particolarmente utile, nei casi di raccolta di nuovi mezzi finanziari per l'impresa, quando il loro effettivo impiego è condizionata all'ottenimento di autorizzazioni o ad altri eventi esterni. Nel periodo intermedio i mezzi affluiti all'impresa formano oggetto di un *trust* a beneficio dei sottoscrittori e quindi non appartengono all'impresa.

I suddetti vantaggi si traducono in uno strumento efficace per la ripartizione dei rischi.

\* \* \*

Il *trust*, nell'ambito delle operazioni di finanza di progetto, può venire anche a sostituirsi (o identificarsi) al ruolo della società di progetto, che nelle operazioni di finanza di progetto, rappresenta mero centro di

---

<sup>362</sup> Il vantaggio giuridicamente apprezzabile dei finanziatori, in tale fattispecie, non si estrinseca in quello tradizionale del beneficiario di ricevere, secondo le indicazioni del disponente, i beni in *trust* o i loro frutti, ma nell'interesse a che detti beni ricevano una determinata destinazione. Per ulteriori approfondimenti si veda Lupoi M., *Le posizioni soggettive protette*, in “*Trusts e attività fiduciarie*”, 2000, 160.

<sup>363</sup> Lopilato V., *op. cit.*, pag. 344.

imputazione di relazioni giuridiche (contrattuali e non) ed economiche, più che di una vera e propria “impresa”.<sup>364</sup>

Alla società di progetto viene infatti affidato il compito di acquistare capitale di prestito da parte dei finanziatori, di rimborsare il debito contratto e di provvedere allo svolgimento delle funzioni organizzative e manageriali connesse all’attività economiche del progetto.<sup>365</sup>

Pertanto il *trust* può essere impiegato come gestore accentrato di tutti i rapporti contrattuali che, generalmente, fanno capo alla società di progetto. In tale fattispecie, il *trust*, così come anche la società veicolo, viene a configurarsi non come centro di profitto ma come centro di controllo.

A differenza del *trust borrowing vehicle* e del *security trust*, il *trust* in esame non limita la propria attività di gestione ai contratti di finanziamento e di garanzia, ma si estende anche alla gestione degli altri contratti che, generalmente, fanno capo alla società di progetto (quali contratti di costruzione, di vendita, nonché gestione del progetto).

Il *trust* svolge, pertanto, il ruolo di concentrare e filtrare in un unico centro di imputazione unitario, in poche e definite relazioni, ogni rapporto giuridico che può interessare il progetto.

In sostanza si “incanala” il progetto in un unico centro di poche relazioni giuridiche.<sup>366</sup>

In tale fattispecie, il *trust* viene costituito dai promotori del progetto, i quali conferiscono somme di denaro, beni e contratti strumentali allo svolgimento della missione del *trustee*.

Il *trustee* si dedica interamente ai compiti di gestione del progetto in modo che l’operazione giunge al fine al quale è destinata. Solo al termine del progetto il *trustee* provvederà a distribuire ai promotori/disponenti l’eventuale utile derivante dall’operazione. Pertanto i disponenti assumono anche il ruolo di beneficiari del *trust*,

---

<sup>364</sup> Il *trust* può svolgere attività di impresa. Negli Stati Uniti il *business trust*, che si caratterizza per il fatto di poter emettere dei certificati comprovanti il conferimento di capitale che attestano la misura degli utili spettanti a ciascun beneficiario, è, di fatto, fungibile con la forma societaria.

<sup>365</sup> Piccirilli E. M., *Il project financing nello scenario giuridico italiano*, in “Impresa”, 2002, 10, 1571 e segg..

<sup>366</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 64.

ma si tratta di beneficiari che compaiono solo al termine del *trust* e cioè al termine dell'operazione per il quale il *trust* è stato istituito, senza poter vantare *medio tempore*, alcun diritto sui beni e sul reddito prodotto. Conseguentemente, i terzi creditori (dei disponenti) non potranno interferire nell'attività del *trustee*.<sup>367</sup>

Il *trustee* diventa il fulcro della complessa vicenda contrattuale che ruota intorno al progetto: il *trustee*, che svolge le funzioni di gestione del progetto, è la controparte contrattuale del soggetto finanziato, dell'appaltatore, dello *sponsor*, dei garanti dell'iniziativa, nonché degli acquirenti finali del progetto.

La figura di *trustee* delineata sembra richiamare quella di *general contractor*, introdotta nel nostro ordinamento con la legge 21 dicembre 2001, n. 433. La legge richiamata precisa che *il contraente generale...è qualificato per specifici connotati di capacità organizzativa e tecnico-realizzativa, per l'assunzione dell'onere relativo all'anticipazione temporale del finanziamento necessario alla realizzazione dell'opera...per la libertà di forme nella realizzazione dell'opera, per la natura prevalente di obbligazione di risultato complessivo del rapporto che lega detta figura al soggetto aggiudicatore e per l'assunzione del relativo rischio; previsione dell'obbligo, da parte del contraente generale, di prestazioni di adeguate garanzie e di partecipazione diretta al finanziamento dell'opera o di reperimento dei mezzi finanziari occorrenti.*

Il contraente generale, secondo la relazione che accompagna il D. Lgs. 190/2002, *può realizzare l'opera "con qualsiasi mezzo", cioè anche subappaltandola in tutto o in parte a terzi.*<sup>368</sup>

Il *general contractor* è, quindi, il soggetto che si accolla interamente il rischio economico dell'operazione, impegnandosi a consegnare l'opera secondo i termini, le specifiche tecniche e il prezzo predeterminati contrattualmente. Per la realizzazione dell'obbligazione che si è assunto, il contraente ha la massima libertà

---

<sup>367</sup> Lupoi M., *op. cit.*, pag. 393 e segg..

<sup>368</sup> Relazione accompagnatoria al D. Lgs. 190/2002.

di forme nella realizzazione dell'opera, focalizzando l'attenzione sulla natura prevalente di obbligazione di risultato complessivo.

Come nei *trust* di garanzia sopra descritti il *trustee* svolge anche il centro di produzione dei flussi di cassa positivi e negativi relativi al progetto. Il *trustee*, nella fase di costruzione dell'opera sostiene gli esborsi necessari al compimento dei lavori, mentre nella fase di gestione dell'opera stessa incassa i ricavi originati dalla collocazione dei beni o servizi prodotti sul mercato.<sup>369</sup> Il *cash flow* generato viene poi impiegato per il rimborso del debito; la possibilità di destinare *cash flow* a scopi ulteriori, quali la distribuzione agli *sponsor* dell'iniziativa, viene realizzata, usualmente alla conclusione del progetto.

In Italia, l'utilità del *trust* applicata alla finanza di progetto, come già accennato, era già stata "avvertita" nel 1997, nella fase che ha preceduto l'emanazione della Legge 415/1998 che ha introdotto in Italia, nell'ambito della realizzazione di lavori pubblici, la tecnica del *project financing*. Il disegno di legge in parola proponeva l'introduzione di un *trust* (che sembra richiamare la figura di *trust* appena descritta), il quale, così come previsto dalla Convenzione dell'Aja, viene costituito per la gestione di beni, diritti, crediti e garanzie reali e personali, nell'interesse dei finanziatori del concessionario.<sup>370</sup>

## 1. La segregazione delle attività e dei cash flow

L'effetto di segregazione è certamente una delle principali caratteristiche che caratterizza l'istituto del *trust* contribuendo ad attribuirgli quel valore aggiunto in grado di renderlo estremamente

---

<sup>369</sup> Anche se riferita alla società di progetto si rimanda a Comana M., *op. cit.*.

<sup>370</sup> Per ulteriori approfondimenti sul disegno di legge presentato dal CNEL alla Commissione Lavori pubblici dell'epoca si rimanda a Lopilato V., *Trust e "Project financing" dopo la "Merloni ter"*, in "Trusts e attività fiduciarie", Luglio 2001.

competitivo nel confronto con gli altri istituti previsti nel nostro ordinamento.

L'oggetto della segregazione può essere, come già evidenziato, un singolo diritto o anche una posizione soggettiva di fatto (come un'aspettativa).<sup>371</sup> I beni e i diritti costituiti in *trust* non si confondono con gli altri beni e le altre posizioni giuridiche del *trustee* e, pertanto, non possono essere oggetto di pretese da parte dei creditori del *trustee*.

L'effetto del *trust* è quello di segregare una posizione soggettiva e destinarla a una specifica finalità. I beni in *trust* rimangono distinti dal patrimonio personale del *trustee*: i creditori personali del *trustee* non possono rivalersi sui beni in *trust*.

La posizione soggettiva segregata viene trasferita dal disponente al *trustee* per la realizzazione di una specifica finalità, alla cui realizzazione il *trustee* è incaricato nell'atto istitutivo del *trust*.

In effetti con il *trust*, così come per il patrimonio destinato, non si costituisce un autonomo soggetto giuridico ma solo un patrimonio separato, opponibile ai terzi, inclusi i creditori del *trustee*.

Con il *trust* sui beni viene apposto un vincolo di carattere statico, idoneo cioè a isolare gli stessi dalle vicende relative al patrimonio del loro titolare, ed uno di carattere dinamico: volto, cioè, a orientare tali beni verso il soddisfacimento di un obiettivo. In effetti il proprietario formale di tali beni, il *trustee*, si impegna a disporre di detti beni solo per la realizzazione dello scopo prefissato.<sup>372</sup>

La disamina più approfondita dell'istituto ha, invero, messo in evidenza come il *trust* abbia ad oggetto non il bene o il diritto trasferiti al *trustee*, ma la misura della ricchezza da essi rappresentata. Pertanto, alla modifica nel tempo della composizione del patrimonio costituito

---

<sup>371</sup> L'aspettativa giuridica si configura ogni qual volta l'acquisto del diritto è subordinato ad un evento futuro (come avviene, ad esempio, quando l'acquisto di un diritto è convenzionalmente sottoposto al verificarsi di una condizione sospensiva). Vedi, Macello U., *Situazioni soggettive e rapporti giuridici*, in Bessone M. (a cura di), *Istituzioni di diritto privato*, Giappichelli Editore, Milano, 1998, pag. 69.

<sup>372</sup> Berlinguer A., *Finanziamento e internazionalizzazione di impresa*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pag. 325.

in *trust* corrisponde una immutabilità dello scopo, nonché dei poteri e delle funzioni del *trustee* a questo funzionali.

Tale impostazione rende più comprensibile l'analisi degli strumenti di tutela del beneficiario, rappresentati, nel diritto inglese, principalmente dal *tracing*, rimedio reipersecutorio che permette al beneficiario di rintracciare la ricchezza incorporata nell'oggetto e di "seguirla" nel diverso bene nel quale eventualmente sia stata mutata.<sup>373</sup>

Con il termine *tracing* si intende, in caso di disposizione dei beni in *trust* da parte del *trustee* in violazione dell'atto istitutivo di *trust*, il diritto di sequela del beneficiario sui beni che sono stati sostituiti mediante scambio a quello che originariamente faceva parte del bene in *trust*. Tale diritto può essere fatto valere nei confronti di tutti i terzi tranne quelli di buona fede. La protezione dell'interesse del beneficiario si sostanzia, pertanto, nella tutela reintegratoria del *trust fund*, non estrinsecandosi nel recupero della proprietà del bene fuoriuscito dal *fund*.

Il sistema giuridico persegue la tutela dell'interesse alla preservazione della consistenza economica del *fund*.<sup>374</sup>

La segregazione realizzata con il *trust* diventa determinante per l'adesione dei finanziatori all'iniziativa e consente uno strumento ulteriore per la delicatissima fase di ripartizione dei rischi che caratterizza le operazioni di *project financing*.

Nel *trust borrowing vehicle*, si produce il cosiddetto effetto segregativo con riferimento al flusso di cassa positivo prodotto dal progetto: i finanziatori possono, quindi, essere sicuri che il flusso di cassa non sia aggredito da altro soggetto.<sup>375</sup>

Nel *security trust* l'effetto segregativo si produce anche con riferimento ai flussi di cassa conferiti dai finanziatori e dagli *sponsor* ancor prima della fase di realizzazione dell'opera.

---

<sup>373</sup> Per approfondimenti si rimanda a Gambaro A., *op. cit.*, pag. 456.

<sup>374</sup> Si veda Lupoi M., *Introduzione ai trust. Diritto inglese. Convenzione dell'Aia. Diritto italiano*, Milano, Giuffrè, 1994, pag. 29.

<sup>375</sup> Ferraris E., *Operatività del trust nelle banche*, in "Vita Notarile", 2000, pag. 572 e segg..

Sia nel *trust borrowing vehicle* che nel *security trust* abbiamo individuato come vantaggio dell'utilizzo di tale strumento la segregazione delle somme corrisposte dai finanziatori a titolo di capitale di credito.

Il ruolo del *trust* appare più significativo ove si configuri la necessità di segregare delle somme di denaro. Tuttavia, nei *trust* applicati alla finanza di progetto, è evidente che l'effetto segregativo è ancora più efficiente di quello perseguito attraverso la società veicolo.

Il trasferimento al *trustee*, sia che si tratti di somme di denaro che di beni strumentali all'attività svolta dal *trustee*, ha quale principale finalità la segregazione di una massa, la quale cessa di far parte del patrimonio dell'impresa disponente, ma non definitivamente se il disponente è anche beneficiario del *trust*.

In sintesi, l'istituto del *trust* è uno strumento di protezione del patrimonio da parte dei promotori i quali intendono mettere a riparo i propri beni e le proprie disponibilità monetarie dalle pretese dei creditori.

Da queste considerazioni emerge, con riferimento alla segregazione dei beni e dei *cash flow* confluiti nel patrimonio del *trustee*, che il *trust* è uno strumento di protezione del patrimonio da parte:

- dei creditori del disponente: ogni *trust*, infatti, produce il trasferimento dei beni in *trust*, i quali non si trovano più nel patrimonio del disponente (fatta salva la possibilità per gli stessi di esercitare l'azione revocatoria se ne ricorrono i presupposti);
- dei creditori personali del *trustee*: i beni in *trust*, di proprietà del *trustee*, sono segregati dal patrimonio del *trustee*. La segregazione è garantita dall'art. 11 della Convenzione dell'Aja;

- dei creditori dei beneficiari: i beni in *trust* appartengono al *trustee* e non sono parte del patrimonio del beneficiario, per cui i creditori di questi non possono aggredirlo.<sup>376</sup>

## 2. Effetti sul bilancio del promotore

Abbiamo illustrato i modelli di *trust* utilizzabili nelle operazioni di *project financing*, *security trust* e *trust borrowing vehicle* con riferimento alle operazioni di garanzia, e *trust* come “gestore” dei contratti relativi al progetto con riferimento a un’ottica più imprenditoriale. In tutti i casi, il disponente del *trust* coincide con il promotore dell’iniziativa che deve essere realizzata.

In questo paragrafo tentiamo di comprendere quali siano gli effetti nel bilancio del promotore della costituzione del *trust*, al fine di studiare se tali effetti siano i medesimi di quelli derivanti dalla costituzione di una società veicolo.

Al riguardo, nella normativa nazionale, non esiste alcuna disposizione specifica circa gli aspetti contabili del *trust*, né nell’ottica del disponente né nell’ottica del *trustee*. A dire il vero anche gli articoli di dottrina, su questo aspetto, sono scarsi e affrontano, disordinatamente, solo aspetti validi in specifiche operazioni di *trust*. Tale “vuoto”, legislativo e di dottrina, comporta notevoli difficoltà per gli interpreti e gli operatori che si trovano ad affrontare tale problematica.

---

<sup>376</sup> “L’unico strumento a tutela dei creditori del beneficiario è quello di pignorare il credito del beneficiario nei confronti del *trustee* ed ottenere da costui i beni in *trust*. Tuttavia, tale possibilità è azionabile dai creditori nel caso in cui i beneficiari hanno diritto a ricevere parte del capitale del *trust* e non del reddito, in quanto i creditori di un beneficiario dei soli redditi del *trust* non possono aggredire il capitale, in quanto il diritto del proprio debitore non permette in nessun modo di ottenerlo.” Vedi Giacomelli U., *Brevi osservazioni sui trusts*, 2005, [www.il-trust-in-italia.it](http://www.il-trust-in-italia.it). Per la stessa ragione Vicari precisa che i creditori di un beneficiario di un *trust* discrezionale, nel quale il *trustee* ha la piena discrezionalità nel decidere se e quanto erogare, non hanno ovviamente la possibilità di raggiungere i beni in *trust*. Vedi Vicari A., voce *Trust di protezione patrimoniale*, in *I trust interni*, CD-Rom edito dall’Associazione *Il trust in Italia*, 2002.

Prima di procedere, preme sottolineare che, ai fini del presente lavoro, gli aspetti contabili saranno affrontati solo secondo la prospettiva del disponente, anche se, in un'ottica di coordinamento, il *trustee* dovrebbe mantenere, nel proprio bilancio, un comportamento coerente con quello del disponente.

Chiaro è che la problematica affrontata rileva solo qualora il disponente sia obbligato alla tenuta delle scritture contabili e alla redazione del bilancio.

Come noto, l'art. 2214 del c.c. obbliga l'imprenditore che esercita un'attività commerciale, ad eccezione del piccolo imprenditore, a tenere il libro giornale (che deve indicare giorno per giorno le operazioni relative all'esercizio dell'impresa) e il libro degli inventari. Il libro degli inventari, che deve essere redatto all'inizio dell'esercizio e successivamente ogni anno, è un registro periodico-sistematico, il quale ha la funzione di fornire il quadro della situazione patrimoniale dell'imprenditore con l'indicazione e la valutazione delle attività e delle passività dell'imprenditore (art. 2217, 1° comma).

L'art. 2217, 2° comma, prevede che l'inventario si chiude "con il bilancio e con il conto dei profitti e delle perdite"; meglio, col bilancio comprensivo dello stato patrimoniale e del conto economico.<sup>377</sup>

La redazione del bilancio è disciplinata dagli art. 2423-2435*bis* del c.c., con norme che fissano sia il contenuto del bilancio sia i criteri che devono essere seguiti nella valutazione delle singole voci.

L'art. 2217 rimanda alla disciplina sul bilancio delle società per azioni solo con riferimento ai criteri di valutazione, anche se si ritiene che il rinvio abbia carattere "globale" e si applichi, generalmente, a tutte le disposizioni sul bilancio.<sup>378</sup>

Alla luce di tali considerazioni si farà riferimento alla disciplina sul bilancio degli art. 2423 e segg. del c.c. per comprendere gli effetti della costituzione del *trust* nel bilancio del disponente.

---

<sup>377</sup> Campobasso G. F., *Diritto commerciale 1 Diritto dell'impresa*, Utet, Torino, 2000, pag. 122.

<sup>378</sup> Sentenza della Corte di Cassazione n. 187 del 6-2-1965 in "Foro Italiano", 1965, I, 1142; Sentenza del Tribunale di Rimini del 28-1-1983, in "Rivista Notarile", 1984, 239.

Il tema, come accennato, non è di facile soluzione in quanto manca a livello nazionale una normativa di riferimento. Questa mancanza impone lo studio di quelle figure giuridiche di diritto interno che presentino quante più analogie con le caratteristiche e le finalità che si riscontrano con l'istituzione e l'atto dispositivo di un *trust*.<sup>379</sup>

Certo è che prima di svolgere tale analisi, è doveroso identificare quegli elementi dell'istituto in esame, i quali risultino comuni e imprescindibili per tutti i tipi di *trust*. Questo dato dell'indagine, che mira, pertanto, in estrema sintesi, a ricostruire gli effetti che l'affidamento dei beni al *trustee* produce in capo ai soggetti coinvolti nell'operazione (nella nostra analisi il disponente e il *trustee*), è punto essenziale per la ricognizione delle norme di diritto interno e per l'individuazione della soluzione più corretta.

Se è possibile individuare, secondo il metodo proposto, una soluzione unitaria circa gli effetti della rappresentazione contabile del *trust* nel bilancio del disponente, ciò permette di condurre l'analisi sotto un punto di vista unitario, senza, pertanto, muovere dalla considerazione dell'esistenza, come già illustrato, di una molteplicità di tipologie di *trust*.<sup>380</sup>

Preliminarmente, come già illustrato analiticamente per i *trust* che si applicano alle operazioni di finanza di progetto, non si può disconoscere l'interesse economico che tale istituto, seppur

---

<sup>379</sup> Con riferimento a tale specifico aspetto, in sede di esame parlamentare dell'attuazione della delega relativa ai patrimoni destinati delle s.p.a. si è rilevato che "...Sarà pertanto necessario prevedere modalità di amministrazione idonee e principalmente regole contabili in grado di consentire in ogni momento una distinzione degli elementi patrimoniali destinati al singolo affare rispetto al globale patrimonio della società. Il legislatore delegato dovrà anche tenere eventualmente presente anche la circostanza che la nozione di patrimonio separato è contigua all'istituto del *trust*, il cui riconoscimento nel nostro ordinamento è avvenuto con la ratifica della Convenzione dell'Aja del 1984 e sul quale sono già all'esame del Parlamento alcuni progetti di legge volti ad introdurre una disciplina nazionale." Si rimanda a Relazione illustrativa allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario redatto dalla Commissione presieduta da Antonio Mirone, art. 4, paragrafo 4.

<sup>380</sup> Lupoi M., *op. cit.*, pag. 757; Marchese S., *Il bilancio del trustee: aspetti contabili*, in "Trusts e attività fiduciarie", 2000, 197, pag. 202.

concludendosi con un atto gratuito per il disponente, persegue, seppur in via indiretta e mediata.<sup>381</sup>

Occorre riflettere, a questo punto, sugli aspetti essenziali dell'istituzione di un *trust*:

- il diritto (o la posizione soggettiva), oggetto della segregazione, viene trasferito dal disponente al *trustee* per il perseguimento di una specifica finalità, alla cui realizzazione il *trustee* è incaricato nell'atto istitutivo. In effetti il proprietario formale di tali diritti (il *trustee*) contrae un'obbligazione di carattere fiduciario che lo induce a disporre del diritto trasferito solo per la realizzazione dello scopo prefissato: il *trustee*, per definizione, non può trarre alcun vantaggio dai beni posseduti a titolo di *trustee*, in quanto essi gli appartengono ma non sono "economicamente" suoi.<sup>382</sup> Il *trust* si caratterizza, come già ricordato, per la *fragmentation of ownership* (scissione proprietaria): la proprietà formale acquistata dal *trustee* e quella di cui è titolare il beneficiario, sostanziale.<sup>383</sup>
- la perdita per la società disponente del potere di disporre dei beni o dei diritti oggetto del *trust*.

Nella sfera patrimoniale del disponente è indubbio che si verifichi un effetto modificativo a motivo dell'attribuzione del bene e dei diritti al *trustee*.

---

<sup>381</sup> La Corte di Cassazione, seppur non esplicitamente per la fattispecie di *trust*, ha ammesso, a specifiche condizioni, la liceità e la corrispondenza di atti a titolo gratuito compiuti da società commerciali all'oggetto e all'interesse sociale (Cassazione, Sezione I, 15 giugno 2000, n. 8159; Cassazione, Sezione I, 10 aprile 1999, n. 3514).

<sup>382</sup> Lupoi M., *op. cit.*, pag. 25.

<sup>383</sup> Si rimanda sul punto anche alla definizione fornita dal Caringella "il negozio di *trust* comporta uno sdoppiamento tra proprietà sostanziale (*equitable estate*) che spetta al beneficiario del *trust*, e proprietà formale (*legal estate*), che spetta, invece, al *trustee*, il quale, pur essendo formale proprietario dei beni conferiti in *trust*, non potrà disporre e godere in maniera piena ed esclusiva degli stessi, costituendo essi "un patrimonio separato" a vantaggio del beneficiario" (Caringella F., *Studi di diritto civile*, Giuffrè, Milano, 2003).

Cerchiamo di comprendere quali sono le caratteristiche fondamentali del rapporto che sussiste tra il disponente e il *trustee*.

Per semplicità è possibile ipotizzare il caso “classico” del *trust* dell’esistenza di tre soggetti distinti: disponente, *trustee* e beneficiario.

Il vincolo imposto dal disponente modifica la propria situazione patrimoniale, in quanto si verifica un passaggio di proprietà dal disponente al *trustee*.

Il diritto trasferito, come più volte ricordato, non è pieno ed esclusivo: il *trustee* può disporre di tale diritto nei limiti del perseguimento dello scopo del *trust*.

A questo punto cerchiamo di comprendere gli effetti del trasferimento del diritto nel bilancio del disponente e, di riflesso, nel bilancio del *trustee*.<sup>384</sup>

L’impresa disponente non può non tenere conto del venir meno della titolarità del diritto ceduto.

A tal fine, la dottrina, pur carente sul tema ritiene che i beni e i diritti conferiti in *trust* non debbano essere mantenuti nello stato patrimoniale del *settlor*.<sup>385</sup> Tale soluzione si ricava implicitamente dal fatto che la dottrina richiamata in nota ritiene che i beni in *trust* sono rilevati nel bilancio del *trustee*.

Le motivazioni addotte possono essere riconducibili al fatto che i beni costituiti in *trust* non possono produrre più alcuna utilità, in termini economico-finanziari, per il disponente, il quale ne ha perso la titolarità formale (i beni sono di proprietà del *trustee*) e la titolarità sostanziale: le utilità dei beni in *trust* sono, infatti, ritraibili dal

---

<sup>384</sup> Le considerazioni circa gli effetti nel bilancio del disponente e del *trustee* riguardano l’ipotesi in cui sia il disponente che il *trustee* siano soggetti che, residenti in Italia, rivestano la qualifica di imprenditore commerciale e, pertanto, siano obbligati alla tenuta di scritture contabili a norma dell’art. 2214 e segg.

<sup>385</sup> Pavletic S., *Il bilancio del trustee. Appunti sugli aspetti contabili e tributari del trasferimento di beni in trust*, <http://www.il-trust-in-italia.it/>; Marchese S., *op. cit.*. Mancinelli L., Bastianelli M., *Impresa disponibile e trustee professionale: problematiche tributarie e di bilancio dei beni in trust*, in “*Trust e attività fiduciarie*”, Gennaio 2003, pag. 51 e segg..

beneficiario (i beni trasferiti al *trustee* si consumano, infatti, nel servire gli scopi cui sono dedicati).

Pertanto, la soluzione più convincente appare quella di rilevare, nel bilancio del disponente, una uscita a titolo gratuito, dal patrimonio del *settlor*, del bene trasferito. Il bilancio rende evidente, quindi, il passaggio di titolarità formale e sostanziale del bene trasferito.<sup>386</sup>

Con riferimento a tale considerazione, risulta quanto mai opportuno ragionare, in maniera più approfondita, sulle giustificazioni teoriche alla base della soluzione prospettata. Queste giustificazioni sono intimamente correlate con la finalità del bilancio di esercizio.

Come noto, una parte rilevante delle informazioni che riguardano un'impresa è quella relativa al suo patrimonio ed alle variazioni da esso subite alla fine di ogni esercizio. Tali informazioni sono esposte nel bilancio. Il bilancio d'esercizio, o bilancio ordinario, è inteso a fornire informazioni patrimoniali, finanziarie ed economiche di un'impresa *in funzionamento* e non in situazioni particolari quali la cessione o la liquidazione.<sup>387</sup>

Più specificatamente il documento n. 11 illustra quali sono le finalità del bilancio di esercizio:

1. Fornire una periodica ed attendibile conoscenza, secondo principi contabili:

a) *del risultato economico conseguito nell'esercizio...*

b) *della connessa valutazione e composizione del patrimonio aziendale, in modo da esprimere la situazione patrimoniale dell'impresa nonché la sua situazione finanziaria...*

2. Fornire elementi informativi essenziali affinché il bilancio d'esercizio possa assolvere la sua funzione di *strumento d'informazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa in funzionamento in modo da renderlo intelligibile e corretto.*

---

<sup>386</sup> Il Documento Interpretativo n. 1 del Principio contabile n. 12 *Classificazione nel conto economico dei costi e dei ricavi* prevede che le liberalità siano classificate nella voce B) 14 Oneri diversi di gestione. Dalla classificazione delle liberalità nel conto economico si desume che, ai fini della redazione del bilancio, esse sono trattate come "costi della produzione".

<sup>387</sup> Documento n. 11 dei principi contabili *Bilancio d'esercizio – finalità e postulati.*

Pertanto, il bilancio di esercizio è inteso a fornire informazioni patrimoniali, finanziarie ed economiche di un'*impresa in funzionamento*.

A questo punto, occorre riflettere quale sia il significato di capitale di un'impresa in funzionamento secondo la dottrina economico-aziendale italiana.

Di seguito un breve *excursus* sul pensiero degli autori della scuola del Besta, dello Zappa, della scuola toscana e napoletana sulla nozione di capitale in bilancio.

Il Besta definisce il capitale “come ricchezza pertinente ad un'azienda” o meglio come “aggregato dei valori attribuiti ai beni che uno ha o può in fatto pretendere da altri o deve altrui”.<sup>388</sup> Tuttavia, lo stesso Autore, pur nell'ottica patrimonialistica, osserva la relazione che sussiste tra reddito e capitale “i componenti positivi dell'utile possono riguardarsi come aggiunte o entrate positive di ricchezza nell'impresa, i componenti negativi, quali sottrazioni o uscite di ricchezza o spesa...”.<sup>389</sup>

Il Vianello definisce gli elementi del capitale “unità economiche che – isolatamente riguardate – non sono che costi e spese, ma considerate anche in relazione ad alcuni elementi attivi del “capitale”, rappresentano componenti necessari di essi e costituiscono, con questi componenti, un tutto inscindibile in quanto concorrono con essi alla produzione e alla formazione dei costi dei prodotti o dei servizi.”<sup>390</sup>

Il De Gobbis definisce il capitale come “ricchezza amministrata”.<sup>391</sup>

Con Zappa, il patrimonio non è più soltanto insieme di beni economici e di ricchezze, ma “forme varie di investimento di capitale” in funzione strumentale alla determinazione del reddito per la formazione del bilancio.<sup>392</sup> Pertanto, il capitale di funzionamento e il reddito di esercizio esprimono la dinamica della gestione dell'impresa.

---

<sup>388</sup> Besta F., *La ragioneria*, Milano, 1916, pag. 4 e pag. 81.

<sup>389</sup> Besta F., *op. cit.*, pag. 100.

<sup>390</sup> Vianello V., *Istituzioni di ragioneria generale*, Milano, 1935, pag. 49.

<sup>391</sup> De Gobbis F., *Il bilancio delle Società Anonime*, Milano, 1931, pag. 140.

<sup>392</sup> Zappa G., *Il reddito di impresa*, Giuffré, Milano, 1937, pag. 60.

Più specificatamente per l'Autore, il capitale di funzionamento è lo strumento con il quale si determina il reddito di esercizio.<sup>393</sup>

L'Onida, sul punto, scrive che “il capitale di gestione e di funzionamento o di bilancio di esercizio è il capitale che si rileva in codesto bilancio nelle aziende in funzionamento al precipuo scopo della determinazione del reddito”.<sup>394</sup>

Rossi ritiene che ormai “nota la stretta correlazione esistente tra le nozioni di capitale e reddito, talché fu detto che esse rappresentano due aspetti diversi del medesimo fenomeno: il divenire della ricchezza di impresa”.<sup>395</sup>

Il Ceccherelli della scuola toscana considera “la nozione quantitativa e contabile del capitale netto è strumentale alla determinazione del reddito di esercizio, cioè del flusso di ricchezza che esso produce”.<sup>396</sup>

De Minico, il capostipite della scuola napoletana, che approfondisce il concetto di capitale di funzionamento, definisce lo stesso come “fondo di valori *disponibili* in un certo istante per una data azienda”.<sup>397</sup>

Per Amaduzzi il capitale “assume valore e significato in dipendenza della funzione che esso svolge nel circuito economico-finanziario e, pertanto i suoi elementi vanno studiati, in opportuni rapporti quantitativi, in funzione della loro idoneità a partecipare al futuro ciclo produttivo dell'azienda”.<sup>398</sup>

A questo punto, con riferimento al pensiero degli Autori menzionati, sembra possibile individuare una linea comune: il capitale di bilancio trova la sua ragion d'essere nelle determinazioni del reddito di esercizio.

Tra le poste dello stato patrimoniale e le poste del conto economico esiste una necessaria correlazione.

---

<sup>393</sup> Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffré, Milano, 1956, pag. 564.

<sup>394</sup> Onida P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1965, pag. 715.

<sup>395</sup> Rossi N., *Il bilancio nel sistema operante della impresa*, Milano, 1957, pag. 80.

<sup>396</sup> Ceccherelli A., *Economia aziendale e amministrazione delle imprese*, Firenze, 1961, pag. 92.

<sup>397</sup> De Minico L., *Lezioni di ragioneria*, Giannini, Napoli, 1964, pag. 40.

<sup>398</sup> Amaduzzi A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1969, pag. 574.

Con riferimento alla nostra analisi, posto che l'istituto del *trust* prevede che le utilità dei beni siano fruite dal beneficiario, appare chiaro che il capitale del disponente non debba includere quei beni che, trasferiti, non sono in grado di erogare utilità al processo gestionale dell'impresa. Le utilità dei beni sono, infatti, ritraibili dai beneficiari del *trust*.

La soluzione prospettata sembra, quindi, a parere di chi scrive, la più aderente al concetto di capitale che deve essere esposto in bilancio.

### *Effetti sul bilancio del disponente che risulta beneficiario del trust*

Ai fini di una analisi completa è opportuno riflettere su alcuni casi “particolari” ma non eccezionali, che ricorrono nei modelli di *trust* applicati alla finanza di progetto.

Come, infatti precisa l'art. 2 della Convenzione dell'Aja, il fatto che il disponente conservi alcuni diritti e facoltà o che il *trustee* abbia alcuni diritti in qualità di beneficiario non è necessariamente incompatibile con la definizione di *trust* riportata.

Pertanto, a una più attento esame, la soluzione prospettata sopra risulta valida qualora *settlor*, *trustee* e beneficiario siano tre soggetti distinti.

Cerchiamo di comprendere, allora, quali sono gli effetti nel bilancio del *settlor*, se il disponente e il beneficiario coincidono: tale ipotesi ricorre, come ricordato, nei modelli di *trust* applicati alla finanza di progetto, seppur in questi casi il disponente non sia l'unico beneficiario del *trust*. E' allora ragionevole supporre che, per la parte di patrimonio trasferita al *trustee*, che costituisce quella sulla quale il disponente può “vantare” i diritti in qualità di beneficiario, il disponente rilevi (in contropartita della cessione) un credito nei confronti del *trustee*.

Nell'ipotesi in cui il *trust* venga istituito a scopo di garanzia, interamente a beneficio del *settlor*, il trasferimento senza corrispettivo dei beni dal *settlor* al *trustee* fa sorgere in capo al beneficiario, cioè il

*settlor* stesso, il sorgere di un diritto di credito alla restituzione del bene medesimo, trasferito, appunto, a scopo di garanzia.<sup>399</sup>

Si verificherebbe, pertanto, una permutazione di natura patrimoniale (beni contro credito) che non ha effetto nel conto economico della società disponente.

La dottrina ritiene che l'apporto in *trust* di beni destinati a realizzare scopi che siano, direttamente o indirettamente, funzionali all'oggetto del disponente, non dia origine a una insussistenza dell'attivo in capo al *settlor*, ma alla rilevazione di un credito da iscrivere nello stato patrimoniale.<sup>400</sup>

Tale credito non costituisce un credito di natura numeraria ma un credito che rappresenta il diritto alla restituzione dei beni trasferiti al *trustee*, pur condizionato al raggiungimento dello scopo del *trust* e ad altre eventuali condizioni contenute nell'atto istitutivo.<sup>401</sup>

Si nota, inoltre, che il trasferimento dei beni al *trustee* non comporta realizzo di plusvalenze o minusvalenze, le quali, potrebbero essere rilevate in bilancio solo al termine della vita del *trust*.

Tuttavia, un'alternativa alla soluzione delineata è quella che poggia le proprie basi sul principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

Tale principio è stato codificato, dopo la riforma del diritto societario, nell'art. 2423-bis del c.c. che prevede che la “*valutazione delle voci deve essere fatta...tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato*”.

Nella Relazione al decreto legislativo 6/2003, si legge quanto segue “l'art. 6 della legge delega n. 366 prevede la revisione della disciplina del bilancio per alcune importanti operazioni quali, per esempio, la locazione finanziaria, i pronti contro termine e gli strumenti finanziari derivati. Queste operazioni sono attualmente contabilizzate secondo gli aspetti formali dei contratti sottostanti. La moderna dottrina aziendalistica e la prassi internazionale, cui spesso fa riferimento la

---

<sup>399</sup> Plavetic S., *op. cit.*

<sup>400</sup> In tal senso si rimanda a Marchese S., *op. cit.*; Lupoi M., *op. cit.*, pag. 764.

<sup>401</sup> Sulla valutazione del credito in bilancio si rimanda a Mancinelli L., Bastianelli M., *Impresa disponibile e trustee professionale: problematiche tributarie e di bilancio dei beni in trust – II Parte*, in “*Trust e attività fiduciarie*”, Gennaio 2003, pag. 51 e segg..

relazione accompagnatoria alla legge delega, prevedono invece che *la rappresentazione in bilancio di queste operazioni (e in generale di tutti gli accadimenti economici) sia effettuata secondo la realtà economica sottostante agli aspetti formali...*<sup>402</sup>.

Nello schema della Relazione al decreto Legislativo 6/2003, si chiariva che era previsto “di introdurre nel codice civile una disposizione di carattere generale, già presente nel d. lgs. 87 del 1992 che disciplina i bilanci bancari, secondo cui il bilancio è redatto privilegiando, ove possibile, la rappresentazione della sostanza sulla forma. All’uopo è stato inserito l’art. 2423-bis del codice.”<sup>403</sup>

Pertanto, anche se la versione definitiva alla Relazione del decreto legislativo eliminava l’esplicito riferimento al principio della prevalenza della sostanza sulla forma, la dottrina e le norme di interpretazione affermano, anche se talvolta timidamente, la sostanziale identità tra il principio della prevalenza della sostanza sulla forma e *la funzione economica dell’elemento dell’attivo e del passivo considerato* di cui all’art. 2423-bis.<sup>404</sup>

Sul punto, nel documento OIC 1 *I principali effetti della riforma del diritto societario sulla redazione del bilancio di esercizio*, si legge che l’espressione “funzione economica” adottata dal Legislatore necessita, tuttavia, d’una interpretazione tecnica. Il Legislatore, come si evince

---

<sup>402</sup> Relazione al d. lgs. 6/2003.

<sup>403</sup> Bozza della Relazione al d. lgs. 6/2003.

<sup>404</sup> Con riferimento alla dottrina si rimanda a Bussolletti M., De Biasi P., *art. 2424*, in Niccolini G., Stagno D’Alcontres A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Casa editrice Novene, Napoli, 2004, pag. 1018.; Caratozzolo M., *La nuova disciplina del bilancio di esercizio*, in “Le società”, 2005, pag. 150 e segg.; Colombo G. E., *I principi in tema di redazione del bilancio*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Abbadessa P. e Portale G. B., UTET, Torino, 2007, pag. 168; Dezzani F., Pison P., Puddu L., *Il bilancio di esercizio. Le modifiche previste nello schema di decreto di riforma societaria*, in “Il fisco”, n. 41, 2002, pag. 15286 e segg.; Fico D., *Le novità in tema di bilancio d’esercizio introdotte dalla riforma del diritto societario*, in “Le Società”, 2003, pag. 545 e segg.; Venuti M., *Il principio della funzione economica nella redazione del bilancio*, in “Le società”, 2004, pag. 1067 e segg.; Verna G., *Il bilancio tra riforma della società e introduzione dei principi contabili internazionali*, in “Rivista dei dottori commercialisti”, n. 3, 2002, pagg. 517-518.

dalla relazione di accompagnamento al D. Lgs. n. 6, ha inteso con tale espressione riferirsi al postulato della prevalenza della sostanza sulla forma, concetto indicato nel Principio Contabile n. 11 con l'espressione "prevalenza degli aspetti sostanziali su quelli formali".

Su tale materia, il citato Principio Contabile 11 cui si rimanda, così si esprime: "Affinché il bilancio possa essere utile per i suoi utilizzatori e fornire la rappresentazione in modo veritiero e corretto degli eventi di gestione si rende necessario determinare e comprendere gli aspetti sostanziali di ognuno di tali eventi e non solo i suoi aspetti formali. *La sostanza rappresenta l'essenza necessaria dell'evento o del fatto, ossia la vera natura dello stesso... Per ciascuna operazione o fatto e comunque per ogni accadimento aziendale, è indispensabile conoscere la sostanza economica dello stesso qualunque sia la sua origine (contrattuale, legislativa ecc.).* L'identificazione della sostanza economica delle operazioni è basilare per tutto il procedimento di formazione del bilancio. Pertanto, è essenziale che già nella fase di rilevazione dell'operazione nelle scritture contabili si abbia la conoscenza di tutti gli elementi pertinenti per la determinazione della relativa sostanza economica. Ciò comporta di individuare non solo le caratteristiche dell'evento isolato, bensì anche quelle relative ad eventi ed operazioni ad esso correlate o correlabili il cui insieme concorre a determinare l'unitarietà dell'operazione negli aspetti sostanziali. *La sostanza economica dell'operazione che è stata così identificata rappresenta, salvo i casi indicati successivamente, l'elemento prevalente per la contabilizzazione, valutazione ed esposizione dell'evento nel bilancio, affinché quest'ultimo possa assicurare chiarezza di redazione ed una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio.*"

Pertanto, il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, che nell'art. 2423-*bis* si applica letteralmente "solo" alla fase della valutazione delle voci, secondo quanto previsto dal principio contabile

nazionale n. 11, va osservato non solo nella fase delle valutazioni, ma anche nella fase di contabilizzazione e di esposizione.<sup>405</sup>

Infatti “la nuova regola, se interpretata in modo rigorosamente conforme alla sua lettera, risulterebbe caratterizzata da inutilità per assoluta ovvietà”.<sup>406</sup>

Se si ritiene, pertanto, che il principio della prevalenza della sostanza sulla forma sia implicitamente richiamato dal legislatore, allora alcuni autori ritengono che nel trasferimento dei beni in *trust* a scopo di garanzia, posto che è il disponente il soggetto che sopporta i rischi del bene e si avvantaggia delle relative utilità dello stesso, il trasferimento di tali beni non comporta alcuna contabilizzazione nello stato patrimoniale del disponente.<sup>407</sup>

Il principio della prevalenza della sostanza sulla forma può essere adottato a conferma della fondatezza della tesi che un bene va iscritto tra le attività non solo quando la società ne ha la proprietà ma più in generale quando ad essa sono stati trasferiti tutti i benefici ed i rischi economici relativi al bene.<sup>408</sup>

La “sostanza” dell’operazione è equiparabile alla costituzione di un’ipoteca sull’immobile, pertanto, come tale l’operazione deve essere contabilizzata: attraverso una adeguata menzione, in nota integrativa, dell’avvenuto trasferimento del bene in *trust* a scopo di garanzia del debito emesso.

Sul punto l’art. 2424 del c.c. statuisce che “In calce allo stato patrimoniale devono risultare le garanzie prestate direttamente o indirettamente, distinguendosi tra fidejussioni, avalli, altre garanzie personali e garanzie reali”.

Il punto n. 9 dell’art. 2427 del c.c. stabilisce che nella nota integrativa siano indicati gli impegni non risultanti in calce allo stato patrimoniale e fornite le notizie sulla composizione e sulla natura di

---

<sup>405</sup> Musaio A., *La riforma del diritto societario. Profili economico aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2005, pag. 20. Nello stesso senso si veda anche Venuti M., *op. cit.*, pag. 5.

<sup>406</sup> Colombo G. E., *op.*, pag. 166.

<sup>407</sup> Marchese S., *Trust immobiliare a scopo di garanzia di un prestito obbligazionario: i riflessi nel bilancio della società emittente*, in “Trusts e attività fiduciarie”, Luglio 2003, pag. 475 e segg..

<sup>408</sup> Colombo G. E., *op.*, pag. 169.

tali impegni e dei conti d'ordine, la cui conoscenza si appalesi utile per valutare la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa.

La norma citata, pertanto, impone sia un'analisi dei conti d'ordine iscritti «sotto la riga» dello stato patrimoniale, sempre che essa risulti rilevante ai fini della valutazione della situazione finanziaria, patrimoniale ed economica dell'impresa, sia un'indicazione degli impegni non risultanti in calce allo stato patrimoniale, qualora non sia possibile indicarne l'importo.

Il Principio contabile n. 22 Conti d'ordine (OIC 22) precisa, al punto B. II. h), che l'obbligo di iscrizione nei conti d'ordine delle garanzie personali e reali concerne a quelle concesse a favore dei creditori per debiti altrui.

In caso di costituzione di garanzie reali relative a debiti propri, il bene gravato da pegno o da ipoteca è assoggettato al rischio di esproprio: tale circostanza non costituisce motivo di iscrizione nei conti d'ordine, in quanto il bene rimane iscritto al suo valore nell'attivo mentre il debito è iscritto nel passivo ed è, altresì, segnalato in nota integrativa.<sup>409</sup> In quest'ultimo documento si ritiene opportuna un'adeguata informativa a commento della voce dell'attivo alla quale il bene, gravato da pegno o da ipoteca, appartiene.<sup>410</sup>

Il riflesso di tale impostazione si manifesta anche nella contabilizzazione dei relativi costi e ricavi afferenti l'immobile, i quali dovranno essere rilevati dal disponente come se il bene fosse ancora di sua proprietà. Pertanto, nell'ipotesi in cui l'immobile in *trust* sia locato a terzi, il *settlor* rileva anche i fitti attivi come ricavi (con in contropartita un credito verso il *trustee*) che, incassati dal *trustee*, rifluiscono all'impresa disponente al termine del *trust*, in quanto il disponente è anche beneficiario. Lo stesso principio si applica per le spese relative al bene in *trust* che devono essere rilevate nel bilancio

---

<sup>409</sup> Caratozzolo M., *op. cit.*, pag. 367: “Per quanto riguarda le garanzie, l'obbligo di iscrizione riguarda quelle concesse a terzi per debiti altrui e non quelle ricevute, che non sono suscettibili di creare alcun rischio, e quindi alcuna passività potenziale, nel patrimonio dell'impresa (né, evidentemente quelle concesse per debiti *propri*).”

<sup>410</sup> Per approfondimenti si rimanda a Patti A., *La rappresentazione in bilancio delle garanzie reali*, in “Il fallimento”, 2002, 9, pag. 1012 e segg..

del *settlor*, anche se pagate dal *trustee*, in contropartita di una diminuzione del credito verso il *trustee*.<sup>411</sup>

Tale principio riguardante la contabilizzazione dei ricavi e dei costi dei beni in *trust* è valido sempre che il bene che genera tali componenti di reddito sia esposto nel bilancio del *settlor*.

Abbiamo già richiamato sopra la stretta correlazione esistente, in dottrina, tra le nozioni di capitale e reddito. I beni che compongono il capitale di un'impresa sono strumentali, infatti, alla partecipazione al futuro ciclo produttivo dell'azienda.

Pertanto, posto che il bene in *trust*, qualora il *settlor* e il beneficiario coincidano e il *trust* sia istituito per specifici scopi di garanzia, appartenga al capitale del *settlor*, lo stesso soggetto deve rilevare il reddito generato dallo stesso bene, inteso come differenza tra ricavi e costi afferenti lo specifico bene.

#### *Effetti sul bilancio del disponente che risulta trustee del trust*

Una ulteriore ipotesi riguarda il caso in cui il disponente e il *trustee* coincidano (tale fattispecie potrebbe profilarsi nell'ipotesi in cui il *trust* sia utilizzato come gestore dei contratti del progetto). In questa specifica fattispecie si può considerare corretto seguire il metodo contabile previsto nell'OIC 2 per i patrimoni destinati a uno specifico affare. In effetti, come già accennato, è la stessa Relazione illustrativa allo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario ad aver osservato che “la nozione di patrimonio separato è contigua all'istituto del *trust*”: la società gemmante è equiparabile al disponente e il patrimonio destinato al *trustee*.

Si rimanda, pertanto al paragrafo 3.1.2. *Effetti sul bilancio del “disponente”* per l'analisi degli effetti contabili della costituzione del patrimonio destinato.

---

<sup>411</sup> Marchese S., *op. cit.*.

### 3. Il leverage nel trust

L'analisi del grado di indebitamento del *trust* applicato alle operazioni di finanza di progetto deve essere condotta con riferimento al bilancio del *trustee*.

Preliminare al calcolo degli indici di bilancio, è, pertanto, la riclassificazione del bilancio del *trustee*, che costituisce, ai nostri fini l'elemento imprescindibile sulla base del quale effettuare la necessaria rielaborazione ai fini del calcolo del grado di indebitamento.

A questo punto, illustrati gli effetti del trasferimento dei beni e dei diritti nel bilancio del disponente, cerchiamo di comprendere gli effetti di detto trasferimento nel bilancio del *trustee*.

Come già accennato con riferimento al bilancio del disponente, l'assoluta mancanza di una disciplina nazionale sul tema impone di ricostruirla partendo da alcune considerazioni di base.

Occorre, dapprima, esaminare gli effetti che la costituzione dei beni in *trust* determina nella sfera patrimoniale e reddituale del *trustee* e successivamente formulare le soluzioni contabili più appropriate, sulla base delle disposizioni codicistiche sul bilancio nonché su quelle previste esplicitamente per altri istituti ritenuti simili a quello in esame per quanto agli effetti prodotti.<sup>412</sup>

Il *trustee*, come più volte evidenziato, pur essendo il proprietario formale dei beni in *trust*, non può trarne alcuna utilità per i propri fini. Egli, infatti, non può distrarre a proprio favore le utilità derivate dai

---

<sup>412</sup> Le considerazioni che seguono si applicano nell'ipotesi in cui il *trustee* sia un soggetto che, in base alle disposizioni nazionali, sia obbligato alla redazione delle scritture contabili e al bilancio. Tale obbligo, come già accennato per il disponente, sussiste per l'imprenditore o la società di persone (art. 2214 del c.c.) e per le società di capitali (art. 2423 e segg.). Pertanto se il *trustee* è una società di capitali, la struttura del bilancio del *trustee* è quella prevista dagli artt. 2423 e seguenti del codice civile. Anche se la legge prevede strutture speciali (e normative) di bilancio *ad hoc* per imprese che esercitano un particolare tipo di attività (es. società di cartolarizzazione di crediti, società di assicurazione), l'omologazione, quando ancora prevista, degli atti costitutivi delle prime *trust companies* italiane, quelle cioè il cui oggetto sociale prevede l'esercizio della funzione di *trustee*, costituisce una conferma che alla *trust company* non si applica tale normativa speciale. In dottrina si rimanda a Buonocore V., *Le società – Disposizioni generali*, in Commentario del Codice Civile a cura di Schlesinger P., Milano, 2000, pag. 98.

beni, che devono essere destinate a favore dei beneficiari o della finalità programmata, in virtù del vincolo che caratterizza la sua posizione.

Uno degli obblighi del *trustee* è di segregare e mantenere distinti i beni di ogni singolo *trust* dal proprio patrimonio: la ricchezza in *trust* rimane, infatti, segregata nel patrimonio del *trustee* in modo tale che la stessa non si confonda con le altre posizioni soggettive del *trustee* e non possa essere oggetto di pretese da parte dei creditori personali di quest'ultimo.

Il venir meno della proprietà sostanziale del bene, nonché l'impossibilità da parte del *trustee* di trarre qualsiasi utilità dai beni in *trust*, costituiscono due elementi essenziali del *trust*.

Tali elementi vanno pertanto coniugati con il fine perseguito dal legislatore circa la redazione del bilancio. Su questo punto già si è accennato ricordando come la finalità del bilancio di esercizio, ossia di un bilancio inteso a fornire informazioni patrimoniali, finanziarie ed economiche di un'*impresa in funzionamento*, sia quella di fornire una periodica ed attendibile conoscenza, secondo corretti principi contabili, del risultato economico conseguito nell'esercizio e della connessa valutazione e composizione del patrimonio aziendale<sup>413</sup>

Si è già trattato circa il significato del capitale nel bilancio secondo la dottrina economico-aziendale italiana.

Al riguardo, la dottrina giuridica ha individuato il fine perseguito dal legislatore con la redazione del bilancio nell'accertamento degli utili realizzati e delle perdite sofferte, nonché nella "esposizione del patrimonio sociale nelle sue componenti compatibili con lo scopo di rilevazione degli utili, e valutato secondo criteri idonei alla rilevazione degli utili".<sup>414</sup>

Posto che il bene in *trust* non produce utilità per il *trustee* in termini reddituali, esso non è, pertanto, in grado di produrre effetti sulla composizione qualitativa e quantitativa del capitale come richiesto

---

<sup>413</sup> Documento n. 11 dei principi contabili *Bilancio d'esercizio – finalità e postulati*.

<sup>414</sup> Colombo G. E., *Bilancio di esercizio e bilancio consolidato*, in Trattato delle Società per Azioni, a cura di Colombo G. E., Portale G. B., , Vol. VII, parte I, 1994, Torino, pag. 53 e pag. 65.

dalle disposizioni sul bilancio, che mirano, tra gli altri “ a far risultare tutto e soltanto l’utile certo”.<sup>415</sup>

Infatti, la condizione per l’iscrivibilità dei beni nello stato patrimoniale è connessa alla loro possibilità di erogare utilità.

Alla luce delle considerazioni esposte, appare quanto mai debole la tesi circa la rilevazione dei beni nello stato patrimoniale del *trustee*.

A supporto di tale orientamento, è possibile individuare tratti comuni all’istituto in esame nella disciplina del bilancio prevista per le società che effettuano le operazioni di cartolarizzazione dei crediti, ai sensi della Legge 30 aprile 1999, n. 130 e del Provvedimento della Banca d’Italia del 29 marzo 2000.

La Legge menzionata riguarda le operazioni di cartolarizzazione, che, in estrema sintesi, consistono nel trasferimento di una massa di crediti da parte del cedente alla società veicolo, la quale acquista tali crediti per mezzo dell’emissione di una serie di titoli.

La legge 130 del 1999 prevede, infatti che, i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni (art. 3, comma 2).

Tale struttura presenta evidenti similarità con l’istituto del *trust*:

- i creditori della società veicolo non possono proporre azioni esecutive sui crediti acquistati che costituiscono un patrimonio separato; parimenti i creditori del *trustee* non possono proporre azioni esecutive sui beni in *trust*;
- i creditori del cedente non possono far valere le proprie ragioni sui crediti ceduti; parallelamente i creditori del *settlor* nei confronti dei beni costituiti in *trust*;
- i creditori dei portatori dei titoli emessi dalla società veicolo non possono far valere le proprie ragioni sui crediti ceduti; così i creditori del beneficiario non possono rivalersi sui beni in *trust*.

---

<sup>415</sup> Colombo G. E., *op. cit.*, pag. 69.

La Banca d'Italia, che ha disciplinato gli aspetti contabili relativi all'operazione di cartolarizzazione con il Provvedimento del 29 marzo 2000, ha previsto, *tenuto anche del principio della prevalenza della sostanza sulla forma* contenuto nel D. Lgs. 27 gennaio 1992, n. 87 la rilevazione delle operazioni di cartolarizzazione nella nota integrativa e non nello stato patrimoniale della società veicolo.

Pertanto, per il principio della correlazione tra il capitale esposto nello stato patrimoniale e gli utili effettivamente realizzati rilevati nel conto economico, risulta coerente che, posto che il patrimonio relativo alle singole operazioni di cartolarizzazione non viene contabilizzato nello stato patrimoniale della società veicolo, ma in apposito allegato alla nota integrativa, il conto economico della società veicolo non è influenzato dalle variazioni economiche positive o negative ad essa afferenti.

I proventi e gli oneri derivanti da una specifica operazione di *securitization* sono esposti in appositi prospetti nella nota integrativa del bilancio della società veicolo.<sup>416</sup>

Considerate le similarità tra i beni in *trust* e i patrimoni cartolarizzati, sembra chiaro che la scelta della Banca d'Italia, basata, come richiamato, sul principio della prevalenza della sostanza sulla forma, possa applicarsi, per analogia, anche alla contabilizzazione dei beni in *trust*.

Richiamando altresì le condizioni circa l'iscrivibilità dei beni nello stato patrimoniale, nonché le finalità che la normativa assegna al bilancio, si ritiene corretta la soluzione di rilevare i beni in *trust* e i correlativi effetti reddituali ad essi afferenti in un sistema contabile separato esposto in appositi prospetti riportati nella nota integrativa del *trustee*.<sup>417</sup>

In sintesi il *trustee* professionale terrà una contabilità sezionale per ciascun *trust* in cui rilevare le operazioni economico-patrimoniali ad

---

<sup>416</sup> Rumi G., *Securitisation in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in "Giurisprudenza commerciale", 2000, I, pag. 466.

<sup>417</sup> In tal senso anche la Relazione (bozza per la discussione) *Il bilancio della società trustee* redatta dalla Commissione sulle regole contabili del *trustee*, scaricabile dal sito [www.il-trust-in-italia.it](http://www.il-trust-in-italia.it).

esso afferenti e la sintesi di tale operazioni sarà riportata in appositi prospetti allegati alla nota integrativa.

Gli allegati riporteranno, quindi, i risultati della gestione in *trust* nonché la composizione patrimoniale dei beni in *trust*.<sup>418</sup>

L'analisi del grado di indebitamento del *trust* applicato alle operazioni di finanza di progetto sarà quindi condotta con riferimento all'allegato della nota integrativa che afferisce lo specifico *trust* in oggetto.

Sulla base del rendiconto del *trustee*, possono formularsi i giudizi circa il livello di indebitamento del *trust*.

Prima di procedere, è opportuno, tuttavia, fare una considerazione: con riferimento al *trust*, il quoziente di indebitamento (finanziario e complessivo) perde il significato "tradizionale" che a tale indicatore si attribuisce nell'ambito dell'analisi di bilancio di una società.<sup>419</sup>

Come noto, il quoziente di indebitamento finanziario (o indice di dipendenza finanziaria) segnala il "peso" dei debiti finanziari sul capitale proprio o patrimonio netto di un'impresa. Tale quoziente, che segnala il grado di dipendenza (o indipendenza) dell'impresa dai finanziatori esterni a titolo di capitale di credito, esprime il contributo dei finanziamenti, rispetto a quello del capitale di rischio, alla copertura degli impieghi.<sup>420</sup>

Il quoziente di indebitamento complessivo, che si calcola come rapporto tra tutte le passività di bilancio e i mezzi propri, segnala il grado di dipendenza dell'impresa dai finanziatori esterni nonché dai fornitori.

Se, in sintesi, per quoziente finanziario si intende il rapporto tra i debiti finanziari ed *equity*, e per quoziente di indebitamento

---

<sup>418</sup> L'art. 2 della Convenzione dell'Aja prevede che "il *trustee* è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire e disporre dei beni in conformità alle disposizioni del *trust* e secondo le norme imposte dalla legge al *trustee*". Pertanto, la redazione del prospetto relativo a ciascun *trust* soddisfa anche il generale obbligo del *trustee* di rendere conto (al beneficiario) della gestione del *trust*.

<sup>419</sup> Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2003, pag. 169 e segg..

<sup>420</sup> Pisoni P., Puddu L., *Le analisi finanziarie: solidità e liquidità dell'impresa*, in "Il *impresa*", n. 5 del 31 maggio 2002, pag. 776 e segg;

complessivo il rapporto tra tutti i debiti (finanziari e commerciali) ed *equity*, è noto che nel *trust* non esiste conferimento da parte del disponente a titolo di *equity*. Il *settlor*, all'atto di istituzione del *trust*, compie un atto senza corrispettivo.<sup>421</sup>

Pur tuttavia i mezzi propri della società veicolo possono essere assimilati ai beni trasferiti a titolo gratuito dal *settlor* al *trustee*, sempre che non si tratti di beni per i quali sussiste un vincolo di garanzia a favore del disponente stesso.

A questo punto, considerato che l'elevato quoziente di indebitamento è giustificato e intimamente correlato all'effetto segregativo, nonché alla costruzione di un efficace *security package*, e, posto che questi due elementi, pur con le ineliminabili differenze riscontrabili in una società di progetto, ricorrono anche nella costituzione di un *trust*, non vi sono ragioni per ritenere che il quoziente di indebitamento, finanziario o complessivo, calcolato sul bilancio del *trustee*, presenti valori differenti da quelli riscontrabili nei bilanci della società di progetto.

#### **4. Il security package**

La ripartizione dei rischi viene perseguita, nelle operazioni di *project financing*, attraverso la strutturazione del *security package* che, come già si è illustrato, è l'insieme coordinato e armonizzato degli impegni contrattuali e delle garanzie specificatamente legate al progetto.

E' utile osservare che le figure dei *trust* con funzione di garanzia interferiscono con la disciplina delle garanzie tipiche. Così avviene nel caso dei *trust* applicati alla finanza di progetto: le risorse finanziarie non affluiscono all'impresa ma al *trust*, imprimendo sulle stesse una

---

<sup>421</sup> Mancinelli L., Bastianelli M., *Impresa disponente e trustee professionale: problematiche tributarie e di bilancio dei beni in trust – I Parte*, in "Trust e attività fiduciarie", Ottobre 2002, pag. 563 e segg..

destinazione vincolata delle quali risulta beneficiario lo stesso finanziatore.

La gestione dei beni in *trust* è una gestione “dinamica”; l’elemento caratteristico del trust consiste nel concepire i beni trasferiti al *trustee* come una universalità di cose, ed è questa universalità, e non i singoli beni consegnati al *trustee* al momento della costituzione, ad essere oggetto delle aspettative dei beneficiari.

In sintesi, la nozione di proprietà, nel *trust*, assume ad oggetto più la ricchezza che non le cose:

. Tale specificità si collega, infatti, al rimedio azionabile dal beneficiario: l’interesse beneficiario si concentra sul valore dell’insieme dei beni in *trust*. Tale specificità si collega, infatti, al rimedio azionabile dal beneficiario: quello del *tracing*.

Quindi il beneficiario rimane titolare dei diritti assegnati al momento dell’istituzione del *trust*, che si traducono nella tutela del suo interesse alla preservazione della consistenza economica dei beni in *trust*.

Come visto, lo schema del *security trust* rientra nella più ampia categoria dei *trust* utilizzati a fini di garanzia. Il *trustee*, al momento del verificarsi di alcune condizioni, provvederà, secondo le istruzioni del *trust*, a versare (o consegnare se trattasi di beni) ai creditori (indiretti) del *settlor* quanto ricavato dalla gestione dei beni.

Al fine della costituzione di garanzia, il *trust* non ha istituti alternativi competitivi. In generale, quindi, nella corsa alla costituzione di patrimoni separati con destinazione di scopo, il *trust* dimostra di costituire una risposta più efficiente rispetto alla creazione di soggetti separati, quando si tratta di organizzare garanzie a favore di un *pool* di finanziatori.

Il *trust*, inoltre, consente di costituire meccanismi di garanzia che nei sistemi di *civil law* sono condannati al divieto del patto commissorio (art. 2744 del c.c).<sup>422</sup> Il patto commissorio è quello con

---

<sup>422</sup> Gambaro A., *op. cit.* pag. 469. L’Autore si chiede se il divieto di patto commissorio ha una sua ragion d’essere nella razionalità complessiva del sistema e nei suoi valori di fondo, oppure si regga solo sull’esistenza di una norma positiva che lo contempla. Nel primo caso

cui si conviene, nel momento di costituzione della garanzia, che, in mancanza del pagamento del credito, la proprietà della cosa, concessa in pegno o in ipoteca, passi automaticamente al creditore.

Le complicazioni afferenti gli strumenti tradizionali di garanzia, pegno e ipoteca, possono, quindi, essere superate attraverso la costituzione di un *trust* a scopo di garanzia.

Il ricorso al *trust* a fini di garanzia è fenomeno frequente nella prassi dei mercati finanziari. Al riguardo è stato osservato che è questa “una delle funzioni più preziose che il *trust* svolge nel mondo degli affari ed uno dei principali motivi della corsa verso il *trust*”.

Le ragioni del ricorso al *trust* a fini di garanzia risiedono essenzialmente nell’esigenza, particolarmente avvertita dagli operatori economici, di costituire garanzie del credito che non debbano sottostare ad eccessivi formalismi e, soprattutto, che consentano al creditore, in caso di inadempimento, l’escussione senza dover passare per una procedura esecutiva.

Il *trust* consente, infatti, una gestione “flottante” delle garanzie, permettendo, altresì, un impiego produttivo dei beni trasferiti in *trust*.

Il *trust* in sintesi è uno strumento in grado di superare le rigidità del nostro sistema classico di garanzie reali.<sup>423</sup>

Cerchiamo di comprendere con un esempio i vantaggi perseguibili attraverso l’impiego di *trust* di garanzia come alternativa all’ipoteca.

La banca eroga il mutuo non al privato (impresa) ma al *trustee*, il quale procede all’acquisto del bene immobile. Il debitore della banca risulta il *trustee*, che, proprietario del bene produttivo di reddito provvede attraverso i canoni di locazione prodotti a rimborsare il prestito.<sup>424</sup>

---

il divieto costituirebbe ostacolo all’utilizzazione del *trust* nel nostro ordinamento, nel secondo caso si dovrebbe ritenere abrogato il divieto attuale. L’Autore richiama, sul punto, una significativa giurisprudenza.

<sup>423</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 260.

<sup>424</sup> L’esempio, seppur semplificato, può essere ricondotto a quello esaminato dal noto decreto di omologazione emanato dal Tribunale di Milano nel dicembre 1996. Per commenti a tale decreto si rimanda, tra gli altri, a Lener R., *Trust e garanzia di prestito obbligazionario*, estratto dalle Relazioni Congresso Nazionale, Roma, 19-20 novembre 1999, [www.il-trust-in-italia.it](http://www.il-trust-in-italia.it).

I vantaggi di una simile operazione possono essere individuati:

- nel tipico effetto segregativo del *trust*: il reddito derivante dall'immobile sarà utilizzato con certezza dal *trustee* per pagare il debito del mutuo nei confronti della banca. La banca vede in questa operazione il vantaggio di un debitore che si contraddistingue per la propria affidabilità, che ha come unico debito quello contratto con la banca mutuante e che non può destinare i proventi del bene a finalità diverse dal rimborso del mutuo;

- nel caso si profili il rischio di insolvenza, se il *trustee* non è in grado, con i proventi ritraibili dal bene, di rimborsare il prestito, lo stesso procederà, secondo una clausola inserita nell'atto istitutivo del *trust*, alla vendita del bene al prezzo di mercato.

Se si fosse fatto ricorso allo strumento dell'ipoteca, allora la banca avrebbe provveduto all'esecuzione immobiliare, con tutti i costi che ne conseguono (costi legali, lungaggini della procedura, prezzo ricavato dall'esecuzione che, al netto delle spese, è generalmente inferiore al prezzo di mercato).

A questo punto la dottrina giuridica si domanda circa la compatibilità di tale *trust* con il divieto di patto commissorio.

Rispondere a tale domanda è necessario in quanto la Convenzione dell'Aja prevede, all'art. 15, tra le materie inderogabili la cui applicazione non può essere ostacolata dalla Convenzione stessa (e quindi al riconoscimento del *trust* nel nostro ordinamento), quella delle garanzie reali.

A questo punto è necessario verificare lo "stato dell'arte" in dottrina e in giurisprudenza in tema di patto commissorio.<sup>425</sup>

La giurisprudenza ha "esteso" notevolmente l'interpretazione degli accordi che presentano profili riconducibili al patto commissorio: ciò che rileva è lo scopo perseguito dalle parti. Ogni qual volta si

---

<sup>425</sup> Salvatore L., *L'utilizzazione del trust al servizio dell'impresa*, in "Rivista del notariato", Vol. LX, n. 1, pag. 125 e segg..

rinvenga, nel contratto concluso tra le parti, un intento di garanzia, in violazione del patto commissorio, il trasferimento è nullo ex art. 2744 del c.c..

Ciò detto, sembra non vi siano margini per sostenere la sicurezza del *trust* di garanzia. Tuttavia, tali margini sembrano cadere se si prende in considerazione il cosiddetto patto marciano, il quale ricorre nell'ipotesi in cui il debitore, a garanzia del proprio adempimento, trasferisce al creditore un bene di cui ne sia stato previamente stimato il valore da parte di un terzo, con l'accordo che, in caso di inadempimento, il creditore restituisca al debitore la differenza tra il valore del bene ricevuto in garanzia e il valore del credito garantito. In tal caso, infatti, il creditore non traendo alcun vantaggio dall'inadempimento del debitore, non avrà conseguentemente alcun motivo di confidare in esso.<sup>426</sup>

Con il patto marciano viene soddisfatta l'esigenza primaria di sottrarre il debitore dal rischio di sproporzione tra depauperamento ed entità del debito inadempito e, di riflesso, quello di approfittamento dello stato di *bisogno* in cui viene a trovarsi il creditore.<sup>427</sup>

Nel *trust*, l'obbligo del rendiconto del *trustee* costituisce uno strumento a carico del *trustee*, attraverso il quale il debitore si assicura che vi sia piena equivalenza tra valore trasferito al creditore ed entità dell'inadempimento. Pertanto, grazie all'inserimento nell'atto di *trust*

---

<sup>426</sup> In tal senso, ad esempio, cfr. Bianca C. M., *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957, pag. 220; Carnevali U., *Patto commissorio*, voce in Enc. Dir. Civ., 1990, pag. 502 e segg.. Di parere contrario Minniti G. F., *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in "Rivista di diritto commerciale", 1997, I, p. 29 e segg., secondo il quale, posta la rilevata insufficienza della causa di garanzia a fondare e giustificare l'attribuzione del bene in proprietà, anche il patto marciano, quale alienazione in garanzia, non dovrebbe essere considerato valido, a nulla valendo la corrispondenza dei valori del bene alienato e del credito garantito.

<sup>427</sup> Per la giurisprudenza l'ammissibilità di tale patto si evincerebbe sia dalla mancata predeterminazione del prezzo di alienazione in funzione dell'importo del credito, sia dalla possibilità di controllare l'equilibrio tra le prestazioni in virtù dell'obbligo di restituzione dell'eccedenza al debitore. Si rimanda a Cass. n. 2696, 27 novembre 1951; Cass. 21 luglio 1956, n. 2828; App. Trento, 18 febbraio 1975, in "Giurisprudenza di merito", 1975, I, pag. 424. Per la dottrina si rimanda a Bianca C. M., *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957, pag. 220 e segg..

della previsione di tale circostanza e l'obbligo di rendicontazione del *trustee*, è possibile ottenere un risultato analogo a quello del patto marciano.

Il vantaggio del ricorso al *trust*, allora, è riconducibile, quindi, al fatto che il bene in garanzia è gestito, diligentemente, da un terzo imparziale rispetto alle parti del rapporto obbligatorio. L'impiego del *trust* ha consentito, di fatto, alla società di costituire una garanzia sicura ed efficiente, poiché la realizzazione della stessa avviene attraverso una normale attività di diritto privato, senza che occorra l'intervento dell'autorità giudiziaria.

La diffusione del *trust* a scopo di garanzia, pertanto, potrà avere l'effetto di accrescere l'attività dell'autonomia contrattuale per la costituzione delle garanzie reali.

Si soddisfa, quindi, da una parte l'esigenza di garantire adeguatamente il ricorso al credito (il debitore ottiene il credito richiesto) e, dall'altro, il risultato di assicurare la certezza del soddisfacimento delle ragioni creditorie e la tutela del contraente debole, il quale non subisce ingiustificati depauperamenti.

La necessità di esperire le normali procedure esecutive per ottenere il soddisfacimento del credito costituisce spesso uno dei maggiori disincentivi alla conclusione di operazioni di finanziamento.

Da quanto sin qui osservato è agevole concludere come le garanzie reali, quali, ad esempio, l'ipoteca, si rivelino garanzie inefficienti, ancorché "sicure", nelle operazioni del mercato finanziario.

Risulta così confermata la "superiorità" del *trust* a fini di garanzia, rispetto alle possibili alternative di *civil law*. Inoltre, la scelta di ricorrere esclusivamente a strumenti di diritto privato per la realizzazione della garanzia consente una notevole flessibilità del regolamento negoziale posto in essere. Ed infatti, in caso di mancato rimborso del prestito, il *trustee* può adottare "le misure più opportune" nell'interesse dei creditori e sotto la vigilanza del guardiano.

Una delle finalità peculiari del *security package* è, inoltre, quella di costituire uno strumento ai fini del controllo circa la realizzazione del progetto. Al riguardo, un vantaggio derivante dal ricorso al *trust* consiste nella nomina facoltativa, ad opera del *settlor*, del *protector* o guardiano. Tale nomina risponde all'esigenza di controllare il *trustee*, di creare un elemento di raccordo tra il disponente e il *trustee* allo scopo, generale, di "rinforzare" l'osservanza, da parte del *trustee*, delle disposizioni contenute nell'atto istitutivo.<sup>428</sup>

I poteri che, in linea generale, la prassi riconosce al *protector* sono quelli di ottenere informazioni sulla amministrazione del *trust*, di operare delle verifiche a posteriori (bilanci, conti, depositi), di agire contro il *trustee*, nonché di sostituire il *trustee*.

La figura del *protector* assume maggior significato per quei *trust* i cui effetti si dispiegano in paesi, come l'Italia, in cui gli ordinamenti si presentano deboli rispetto al *trust*. La soluzione dei problemi sopra esposti sembra avere conseguenze determinanti sulla implementazione stessa del *trust* in Italia, posto che una delle esigenze più sentite da coloro che dispongono di beni in *trust* è quella di mettere il *trustee* nella condizione di non poter compere atti difformi da quanto contenuto nell'atto istitutivo.

Se quindi il *trustee* dispone dei beni in *trust* senza l'autorizzazione del *protector*, o in difformità dalla stessa, l'atto sarà valido ed efficace nei confronti dei terzi, ma il *protector* e i beneficiari potranno agire contro il *trustee* : il primo per ottenerne la decadenza dall'ufficio (se previsto nell'atto istitutivo), i secondi anche per i danni.<sup>429</sup>

---

<sup>428</sup> Per approfondimenti circa i poteri del guardiano nei *trust* delle legislazioni di *common law*, si rimanda a Lupoi M., *op. cit.*, pag. 399 e segg..

<sup>429</sup> Si veda Gallizia G., *op. cit.*.

## Conclusioni

L'indagine del presente lavoro è stata condotta svolgendo un'analisi di comparazione tra i seguenti istituti: società veicolo, patrimonio destinato, finanziamento destinato e *trust*. I modelli giuridici sono stati analizzati attraverso lo studio dei fattori caratterizzanti le operazioni di *project financing*, individuati, nella prima parte del lavoro, attraverso l'esame delle teorie finanziarie.

Essi sono: la segregazione delle attività e dei flussi finanziari del progetto da quelli dello sponsor dell'iniziativa, gli effetti di deconsolidamento della suddetta segregazione sul bilancio del promotore, l'elevato indebitamento dell'unità economica incorporante il progetto e, infine, il *security package* "assemblato" per la realizzazione del progetto.

La finalità del lavoro di ricerca è stata quella di esaminare come ciascuno di questi elementi si attegga nei moduli organizzativi (patrimonio destinato, finanziamento destinato e *trust*) potenzialmente atti ad essere utilizzati per la realizzazione della segregazione economico-finanziaria riscontrabile nelle operazioni di *project financing*.

A questo punto, è opportuno richiamare i punti essenziali dell'analisi svolta per ciascun istituto analizzato nel presente lavoro, al fine di pervenire a una ragionata valutazione di sintesi circa la funzionalità di detti istituti ad essere impiegati per la realizzazione di operazioni di finanza di progetto.

### *Patrimonio destinato*

#### *La segregazione*

Attraverso la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, la società non si priva dei beni e dei rapporti segregati, in

quanto essi, pur facendo parte costantemente, dal punto di vista giuridico-formale, del patrimonio della società sono sottoposti a una particolare disciplina sotto il profilo della responsabilità patrimoniale, senza alcun “trasferimento” se non di tipo “contabile”.<sup>430</sup>

Il patrimonio destinato, pur non costituendo, giuridicamente, il soggetto che “incorpora” il progetto (il patrimonio destinato non ha, infatti, soggettività giuridica), è, a livello economico, l’unità che coincide con il progetto stesso.

La fattispecie della separazione patrimoniale verrebbe, pertanto, a costituire un autonomo istituto produttivo interno della stessa azienda, che gode di autonomia patrimoniale.

In particolare, la disciplina del patrimonio destinato risulta finalizzata all’isolamento reciproco e generale dei rischi e responsabilità facenti capo a uno specifico affare, rispetto ai quelli facenti capo in generale alla società, dandosi così luogo a un chiaro fenomeno di segregazione “endosocietaria” in cui per tutte le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde solo con il patrimonio destinato (salvo diversa previsione della delibera costitutiva e l’eccezione delle obbligazioni da fatto illecito per cui risponde il patrimonio generale della società). A tal fine sarà necessario che gli atti compiuti in relazione allo specifico affare rechino espressa menzione del vincolo di destinazione.

Parimenti, i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato dello specifico affare.

Pur tuttavia, un limite del patrimonio destinato riguarda il regime di responsabilità extra-contrattuale che può conseguire all’esercizio dell’affare.

Sotto tale profilo, il ricorso al modulo societario pare preferibile dal punto di vista degli sponsor, anche in virtù del fatto che, con la società di progetto, il regime di segregazione si estende anche alle

---

<sup>430</sup> Rubino De Ritis M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Il nuovo diritto societario diretto da Abbadessa P., Portale G.B., 1, Utet, pag. 822.

obbligazioni derivanti da responsabilità extra-contrattuale in cui la società, nello svolgimento dello specifico affare, può incorrere.

Considerati i limiti evidenziati, si può affermare che con il patrimonio destinato, si realizza una forma evoluta di garanzia dei creditori, conseguendosi un duplice risultato: da un lato, la separazione è atta a sottrarre un nuovo apporto finanziario alla garanzia patrimoniale generica della società e, dunque, alle pretese dei precedenti creditori dell'impresa; dall'altro, il patrimonio destinato costituisce in garanzia non solo i beni "segregati", ma anche il flusso di reddito futuro che essi sono idonei a produrre e di qui, dunque, la necessità "economica" e giuridica di assicurarne la *separazione* rispetto agli altri beni dell'impresa.

Con riguardo al profilo dell'insolvenza la segregazione patrimoniale esplica il suo maggior effetto e trova più forte espressione, "non determinando alcun effetto di propagazione."<sup>431</sup>

Tuttavia, un limite del patrimonio destinato emerge con riferimento al fallimento della società gemmante.

In tale ipotesi, è prevista espressamente la cessazione della destinazione patrimoniale (art. 2447-*novies*).<sup>432</sup>

---

<sup>431</sup> La Rosa F., *op. cit.*, pag. 238. Si veda anche De Sensi V., *Patrimoni destinati e procedure concorsuali*, Ceradi, Luiss, Luglio 2005; Gennari osserva che "Se, infatti, la cessazione dell'affare comportasse la cessazione automatica della separazione, ed un automatico diritto dei creditori particolari di aggredire anche il patrimonio generale, la scelta diverrebbe poco appetibile per la società, che in caso di cattivo andamento dell'affare stesso, si vedrebbe costretta a coprirne, in ogni caso, le perdite con tutte le proprie disponibilità. Nel caso contrario, invece, in cui i beni inizialmente destinati allo specifico affare, riconfluissero automaticamente nel patrimonio generale alla sua cessazione, sarebbero i creditori particolari a poter lamentare una scarsa tutela dei loro diritti, dal momento che perderebbero contestualmente la propria garanzia "specifica" sui beni destinati, che potrebbero essere aggrediti da tutti i creditori sociali" (Gennari F., *op. cit.*, pag. 147).

<sup>432</sup> Con riferimento a questo punto Fimmanò precisa che se il legislatore avesse voluto considerare il fallimento della società una causa di cessazione necessaria dell'affare, l'avrebbe espressamente detto e non si sarebbe limitato a sancire che in tali ipotesi (casi di cessazione convenzionale contenute nella delibera istitutiva) ed in quella di fallimento si applicano le disposizioni del presente articolo" (Fimmanò F., *La sorte dei Patrimoni destinati nei fallimenti di S.p.A.*, [www.fallimentoonline.it](http://www.fallimentoonline.it)).

In altre parole il fallimento della società è causa di impossibilità di prosecuzione dell'affare.

Pertanto, l'eventuale insolvenza della società causata dalla attività da essa svolta trascina con sé l'affare, determinandone, inevitabilmente, l'impossibilità di una sua realizzazione e di una sua continuazione.

L'art. 2447-*novies* del codice civile prevede che il patrimonio separato debba essere liquidato nello stesso modo in cui va liquidato in ogni caso di cessazione della destinazione del patrimonio allo specifico affare.

Sulle modalità di amministrazione e liquidazione interviene la legge fallimentare che dispone che l'amministrazione passa al curatore che ne provvede con *gestione separata* ed allo stesso viene demandata la vendita del patrimonio, possibilmente nel suo complesso onde conservarne la sua funzione produttiva. Ove ciò non sia possibile il curatore dovrà procedere al realizzo dei beni secondo le norme che regolano la liquidazione volontaria e non il fallimento.

Anche in caso di fallimento della società, e non solo di cessazione della destinazione del patrimonio per cause imputabili alla gestione dello specifico affare, permane dunque l'obbligo della gestione separata, "e ciò sia che il patrimonio destinato si mostri capiente sia che si riveli insufficiente al soddisfacimento dei creditori particolari, verifica che in ogni caso è rimessa al curatore".<sup>433</sup>

---

<sup>433</sup> De Rosa F., *op. cit.*, pag. 244. L'Autore, sul punto, richiama l'art. 156 del R. D. 267/1942, come modificato dall'art. 138 del D. Lgs. 5/2006 recante *La riforma organica delle procedure concorsuali*, il quale prevede che *se a seguito del fallimento della società o nel corso della gestione il curatore rileva che il patrimonio destinato è incapiente, provvede, previa autorizzazione del giudice delegato, alla sua liquidazione secondo le regole della liquidazione delle società in quanto compatibili. I creditori particolari del patrimonio destinato possono presentare domanda di insinuazione al passivo del fallimento della società nei casi di responsabilità sussidiaria o illimitata prevista dall'articolo 2447-quinquies, terzo e quarto comma, del codice civile.* Dello stesso orientamento gli Autori: Rocco Di Torrepadula N., *Patrimoni destinati ed insolvenza*, in "Giurisprudenza Commerciale", 31.1, 2004, p. 40 e ss.; Comporti C., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "La Riforma delle società", 2, Società per azioni e di capitali II, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, 2003, pag. 1014.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, appare evidente che il legislatore abbia “mantenuto” il regime di separazione tra patrimonio generale e patrimonio destinato nelle due distinte ipotesi di insorgenza di uno stato di crisi finanziaria nell’ambito del patrimonio separato e nell’ambito del fallimento della società per azioni.

### *Effetti sul bilancio del promotore*

La separazione patrimoniale presuppone la separazione contabile.

L’interpretazione letterale delle norme che, sul punto, riguardano gli effetti contabili del patrimonio destinato, fa emergere chiaramente che l’intento del legislatore sia quello di evidenziare, tra le singole voci dell’attivo e del passivo dello stato patrimoniale, la parte relativa al patrimonio generale e quella relativa a ciascun patrimonio separato, al fine di mostrare, in ciascuna fase di svolgimento dell’affare, tra le singole voci dello stato patrimoniale (e del conto economico), la parte relativa al patrimonio generale e quella relativa a ciascun patrimonio destinato.

Il bilancio della società è, in questo caso, assimilabile alla rappresentazione economico-finanziaria e patrimoniale del “gruppo”, inteso come entità che include al suo interno il patrimonio destinato, al fine di ottenere una visione globale delle consistenze patrimoniali e finanziarie, nonché il risultato economico del gruppo.

Come già accennato, circa l’annotazione nei conti d’ordine, che costituiscono parte integrante dello stato patrimoniale, in virtù dell’art. 2447-*septies*, IV comma, in calce allo stato patrimoniale della società gemmante deve risultare l’impegno della società nell’ipotesi di assunzione di responsabilità illimitata nei confronti del patrimonio destinato.

In sintesi, con il patrimonio destinato, non si raggiunge l’effetto del “de-consolidamento” dal bilancio dello sponsor delle attività e dei flussi reddituali relativi al progetto.

### *Grado di leva*

Circa il grado di indebitamento che può essere raggiunto con il ricorso al patrimonio destinato che incorpora il progetto, è opportuno riflettere sulle modalità di finanziamento dello stesso.

In effetti, le risorse finanziarie, alle quali può far ricorso la società gemmante per la realizzazione dello specifico affare, rispondono alla stessa logica che si riscontra nel *project financing*.

Oltre alle risorse proprie, gravate, o non, da debiti, che destinate dalla società alla realizzazione dello specifico affare, sono già presenti nel patrimonio sociale, l'altro canale per reperire risorse per lo specifico affare è quello del finanziamento da terzi.

Con il patrimonio destinato, i finanziatori, intendendo, con tale termine, sia il finanziatore "da prestito" che "da apporto" valutano direttamente l'affare sulla base del piano economico-finanziario redatto ai fini della delibera costitutiva, coerentemente con quanto avviene nel *project financing*.

Tale circostanza conduce ad affermare che, con il patrimonio destinato, è la singola iniziativa imprenditoriale ad essere oggetto di valutazione da parte dei finanziatori ai fini della valutazione del rischio dell'operazione di finanziamento.

La leva del patrimonio destinato assume, pertanto, valori simili rispetto a quelli raggiungibili dalla società veicolo considerando che gli elementi di valutazione alla base dell'erogazione del finanziamento sono gli stessi: la redditività futura dell'iniziativa/progetto da realizzare.

### *Il security package*

L'indebitamento elevato dell'unità economica che incorpora l'affare, il patrimonio destinato, è realizzabile anche in virtù delle specifiche caratteristiche che il *security package* assume nel *project financing*.

Con riferimento a tale aspetto, la disciplina del patrimonio destinato non consente di costituire un regime di privilegio per i finanziatori rispetto agli altri creditori dell'affare.

Ciò posto, la costituzione del patrimonio destinato crea una *par condicio creditorum* "limitata" allo svolgimento dell'affare, di fatto non creando quelle garanzie "difensive" a beneficio dei finanziatori per la sicurezza del progetto.

Pertanto, sarà necessario costruire, all'interno del patrimonio destinato, un *security package* classico, finalizzato ad imprimere al patrimonio del progetto, quel vincolo di intangibilità che consente di escludere ogni azione su di esso da parte di terzi creditori, intendendo con tale termine, tutti quelli che non si qualificano come finanziatori.

Un altro punto da approfondire concerne la finalità del *security package* relativa allo svolgimento del controllo da parte dei finanziatori sulla realizzazione dell'affare.<sup>434</sup>

In merito, la delibera costitutiva del patrimonio destinato deve indicare "le modalità di controllo sulla gestione" riconosciute al terzo che esegue l'apporto, cioè il finanziatore.

Limitatamente a tale aspetto, con il patrimonio destinato, si osserva che la separazione patrimoniale consente di sfruttare il vantaggio da *monitoring* a beneficio dei creditori specifici dell'affare.

Pertanto, con il ricorso all'istituto del patrimonio destinato, viene raggiunta l'altra finalità tipica del *security package* nelle operazioni di *project financing*: quella di rendere efficace la supervisione esercitata sul progetto dai finanziatori.<sup>435</sup>

---

<sup>434</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1010.

<sup>435</sup> "Sono parte del *security package* anche gli impegni assunti da alcune banche, a beneficio anche degli altri partecipanti, di svolgere determinate attività di monitoraggio e controllo durante le varie fasi di sviluppo del progetto...Alcuni esempi significativi in questo senso sono: il controllo periodico sullo stato di avanzamento lavori durante la fase di costruzione, con un monitoraggio sugli aspetti tecnici, sui costi e sui tempi di realizzazione; controllo periodico sui bilanci della project company, dei promotori e degli altri obbligati..." (Imperatori G., *op. cit.*, pag. 373).

### *Finanziamento destinato*

Il modello di segregazione disciplinato dall'art. 2447-*decies* del c.c., prevede la possibilità di contrarre “finanziamenti destinati ad uno specifico affare”.

Nei finanziamenti destinati, il patrimonio “separato”, che si forma a valle del ciclo di gestione dello specifico affare, è costituito dalle disponibilità liquide dei ricavi generati da detto affare.

I flussi monetari prodotti, i quali rappresentano la base per il rimborso dell'importo finanziato, costituiscono garanzia patrimoniale separata da quella del patrimonio dell'impresa finanziata.

### *La segregazione*

L'istituto del finanziamento destinato produce, sul piano della segregazione patrimoniale, un duplice effetto:

a) quello di destinare al soddisfacimento del creditore/finanziatore esclusivamente *i proventi e i frutti* dell'affare;

b) quello di impedire ai creditori della società di agire sui predetti proventi sino al rimborso del finanziamento o alla scadenza del termine pattuito, nonché sui beni strumentali necessari per la realizzazione dell'affare e che, quindi, devono essere specificati nel contratto. Su tali beni i creditori sociali possono solo intraprendere azioni conservative a garanzia dei loro diritti.

Il patrimonio separato, quindi, si compone anzitutto delle disponibilità liquide dei proventi incassati, dei crediti dagli stessi sorti, delle remunerazioni a vario titolo ottenute su tali somme, nonché degli investimenti effettuati prima del rimborso del finanziamento.<sup>436</sup>

---

<sup>436</sup> Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 21.

Quindi, la segregazione è collegata non a beni e rapporti giuridici, come avviene nel patrimonio destinato, ma a valori dinamici, i proventi, che costituiscono variabile determinante della redditività dello specifico progetto.

Nel patrimonio separato sono esclusi quei beni strumentali che non rientrano nella garanzia del finanziatore pur essendo sottratti, per la durata dell'operazione, all'azione dei creditori sociali.

Su tali beni, è espressamente statuito che i creditori generali della società, fino al termine del finanziamento o alla scadenza del tempo massimo di rimborso, non possono che esercitare azioni conservative.

Una riflessione con riferimento ai soggetti che beneficiano della segregazione: nel finanziamento destinato essi non sono tutti i creditori correlati al singolo affare ma solo coloro che hanno erogato il finanziamento ex art. 2447-*decies*, con ciò evidenziando una rilevante differenza con la disciplina del patrimonio destinato.<sup>437</sup>

Con riferimento agli effetti dell'insolvenza della società sulla gestione dell'affare, dalla lettura della norma, si ricava che l'insolvenza della società non si traduce, necessariamente, in una causa di cessazione dell'attività separata, la quale può continuare a dare profitto anche alla società.<sup>438</sup>

È quindi possibile, che, in caso di fallimento della società, l'affare continui in via provvisoria dagli organi della procedura e che sul ricavato si soddisfino esclusivamente i creditori particolari.

Ove il curatore non subentri nel contratto in luogo della società, il finanziatore può continuare l'operazione, in proprio o affidandola a terzi. In tale ipotesi il finanziatore può trattenere i proventi dell'affare e può insinuarsi al passivo del fallimento della società in via chirografaria per l'eventuale credito residuo.

---

<sup>437</sup> Bertuzzi M., Bozza G., Sciumbata M., *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, SAA*, in *La Riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio G., vol. 7, Giuffrè Editore, Milano, 2003.

<sup>438</sup> Ferro-Luzzi F., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Rivista del Diritto Commerciale", n. 1-2/3-4, 2003, pag. 120.

Quando subentri il curatore oppure il finanziatore, il regime si separazione permane.

Nel caso, invece, che il contratto si sciolga, il finanziatore ha il diritto di insinuazione al passivo per il suo credito, al netto degli importi dei proventi e dei frutti già percepiti.

Pertanto, anche nello stato di insolvenza della società permane il regime di separazione patrimoniale. Inoltre i creditori generali della società non possono compiere sui beni strumentali dell'affare altro che atti conservativi. Tale limitazione viene meno qualora il fallimento impedisca lo svolgimento dell'attività separata.

Sugli effetti di mancata realizzazione dell'affare per causa imputabile all'affare stesso, la disciplina nulla prevede.

Tuttavia pare ragionevole condividere l'orientamento di quella dottrina che ritiene che il finanziatore che ha stipulato il contratto di finanziamento, ha assunto consapevolmente parte del rischio di non ottenere il completo rimborso del capitale e, quindi, una volta che si verifichi una causa che conduca alla mancata realizzazione dell'affare, che non sia il fallimento della società, dovrebbe perdere, se il capitale separato non è capiente, il diritto a ottenere quanto non ancora a lui rimborsato.<sup>439</sup>

Pertanto, con il finanziamento destinato, il “*risk contamination*” tra attività dell'affare e attività della società gemmante/promotore non risulta completamente eliminato nella sola ipotesi in cui il fallimento della società impedisce lo svolgimento dell'affare “destinato”.

#### *Effetti sul bilancio del promotore*

Circa gli effetti sul bilancio della costituzione del finanziamento destinato, il codice civile non richiede né la distinta indicazione dei beni e dei rapporti destinati nel bilancio del promotore, né la redazione dello specifico rendiconto.

---

<sup>439</sup> Gennari F., *op. cit.*, pag. 192.

In tema di documentazione e rappresentazione contabile del finanziamento destinato nel bilancio della società, l'art. 2447-*decies*, VIII comma del codice civile, si limita a prevedere, con riferimento al bilancio della società promotore, che la nota integrativa alle voci relative ai proventi dell'affare e ai frutti e agli investimenti effettuati con i proventi, deve contenere l'indicazione della destinazione degli stessi.<sup>440</sup>

Si ritiene, pertanto, che, per i finanziamenti destinati, sia sufficiente l'indicazione richiesta dal codice civile di fornire le informazioni nella nota integrativa della società: non occorre dare separata evidenza negli schemi di bilancio di stato patrimoniale e conto economico delle voci afferenti il finanziamento destinato, né allegare al bilancio un rendiconto dal quale risulti sinteticamente l'attività dello specifico affare.<sup>441</sup>

In altre parole, anche nel caso del finanziamento destinato, non si verifica l'effetto del "de-consolidamento" che, invece, pur con certi limiti più volte accennati, si riscontra nel bilancio della società di progetto.

#### *Grado di leva utilizzabile nel finanziamento destinato*

Nel finanziamento destinato, così come nel *project financing*, risulta centrale la natura "autoliquidante" dell'operazione, posto che, come dispone il codice civile, al rimborso, totale o parziale, del finanziamento vengono destinati, in via esclusiva tutti "o parte" dei proventi dell'affare stesso.

Occorre riflettere che nel caso del finanziamento destinato risulta impossibile il calcolo del quoziente di indebitamento, finanziario o complessivo, in quanto l'istituto in esame si configura come un contratto di finanziamento di uno specifico affare al rimborso del quale sono destinati i proventi dell'affare stesso.

---

<sup>440</sup> Il punto 21 dell'art. 2427, con riferimento al contenuto della nota integrativa, richiama infatti quanto previsto dall'art. 2447-*decies*, ottavo comma.

<sup>441</sup> Tra gli Autori che condividono una interpretazione letterale della norma in commento si veda Comporti C., *op. cit.*, pag. 1018.

Il finanziamento destinato, che rappresenta una nuova e ulteriore modalità di finanziamento potrà condurre ad un più ampio ricorso a forme di prestito da parte della società: in tale circostanza, allora, sarà il quoziente di indebitamento della società che fa ricorso a tale forma di finanziamento a presentare valori più elevati, alineati a quelli di una società di progetto.

### *Il security package*

Come già evidenziato la peculiarità del finanziamento destinato attiene il regime di privilegio del patrimonio separato, costituito dai proventi dell'affare e destinato all'esclusivo soddisfacimento dei finanziatori destinati.

L'istituto costituisce una risposta valida ed efficace alle esigenze difensive che caratterizzano le garanzie reali nel *project financing*, creando un sistema di segregazione del patrimonio destinato da quello generale del soggetto finanziato.

Inoltre, l'isolamento "in chiave dinamica" del finanziamento destinato si estende anche allo speciale regime di segregazione dei "beni strumentali". Su detti beni è espressamente statuito che i creditori generali della società, fino al termine del finanziamento o alla scadenza del tempo massimo di rimborso, non possono che esercitare azioni conservative. Il divieto, seppur temporaneo e condizionato, dell'esercizio dell'azione esecutiva sui beni strumentali, si sostanzia in un rilevante vantaggio dei finanziatori dell'affare: l'esecuzione su detti beni potrebbe infatti compromettere il buon esito dell'affare.

Sotto questo profilo la disciplina prevista dall'art. 2447-*decies*, comma del c.c., risulta pienamente in linea con le finalità di ogni *security package* costruito in ciascuna operazione di *project financing*.

Con riferimento all'ulteriore finalità del *security package* nel finanziamento destinato, l'esercizio di un incisivo e pervasivo controllo da parte dei finanziatori sulla gestione del progetto, il codice civile prevede espressamente che il contratto di finanziamento

destinato contenga anche una descrizione dei “controlli che il finanziatore (o il soggetto da lui delegato), può effettuare sull’esercizio dell’operazione”.

In sintesi, il finanziamento destinato mostra, in modo pieno e completo, la sua funzionalità nel raggiungimento di quelle finalità che la costruzione del *security package* persegue nelle operazioni di *project financing*.

## *Trust*

### *Segregazione*

La figura del *trust* trova nel *project financing* un suo campo di applicazione ottimale: i *project financing* concepiti nei paesi di common law fanno, infatti, ampio ricorso allo strumento del *trust* con diverse finalità.<sup>442</sup>

I modelli di *trust* ai quali si fa ampio ricorso nelle operazioni di *project financing*, nei paesi anglosassoni, sono il *trust borrowing vehicle* e il *security trust*. Di seguito si esaminano i tratti peculiari di ciascuno di questi nonché di un modello di *trust* la cui finalità è la gestione dei contratti del progetto.

Il *trust borrowing vehicle* viene utilizzato generalmente, nell’ambito delle operazioni di *project financing*, come “veicolo” di gestione accentrata dei *cash flows* in entrata e in uscita.

L’adozione di tale strumento:

- consente di imprimere un vincolo di destinazione al finanziamento del progetto, nonché un vincolo di indisponibilità ai flussi di cassa in maniera incisiva ed efficace;<sup>443</sup>

---

<sup>442</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 26 e segg..

<sup>443</sup> Limitatamente a tale aspetto, si può osservare l’analogia con l’istituto del finanziamento destinato: i finanziatori sono garantiti dal fatto che i creditori dei soggetti promotori non possono aggredire i flussi di cassa conferiti dai finanziatori nella fase che precede il rimborso del prestito agli stessi finanziatori.

- accentra e rende diretto il controllo dei finanziatori, in qualità di beneficiari, sulla gestione finanziaria del progetto, ulteriormente rafforzata attraverso la nomina facoltativa del *protector*;<sup>444</sup>
- consente una gestione amministrativo-finanziaria più efficiente attraverso l'agire di un solo soggetto.

Altra tipica applicazione del *trust* alle operazioni di finanza di progetto è quella del *security trustee*, soggetto unico intestatario e gestore delle garanzie del progetto.

Con il *security trust*, vengono garantiti ulteriormente i finanziatori: le somme versate non possono infatti venire distolte dalle finalità programmate per essere impiegate per “esigenze più pressanti dell’impresa promotrice”.<sup>445</sup>

Inoltre, le somme versate non possono essere “intercettate” tra il momento del loro conferimento in *trust* e quello dell’impiego nella realizzazione del progetto.

Il *trust* può essere impiegato, inoltre, come strumento di gestione accentrato di tutti i rapporti contrattuali che, generalmente, fanno capo alla società di progetto.

A differenza del *trust borrowing vehicle* e del *security trust*, il *trust* in esame non limita la propria attività di gestione ai contratti di finanziamento e di garanzia, ma estende la stessa anche alla gestione degli altri contratti che, generalmente, fanno capo alla società di progetto (quali contratti di costruzione, di vendita, di fornitura del progetto).

Il *trust* svolge, pertanto, il ruolo di concentrare ogni rapporto giuridico che può interessare il progetto in un unico centro di imputazione unitario.

---

<sup>444</sup> Si rimanda a Gallizia G., *op. cit.*

<sup>445</sup> Lopilato V., *op. cit.*, pag. 344.

L'effetto segregativo è certamente una delle principali caratteristiche che caratterizza l'istituto del *trust* contribuendo ad attribuirgli quel valore aggiunto in grado di renderlo estremamente competitivo nel confronto con gli altri istituti previsti nel nostro ordinamento.

In effetti con il *trust*, così come per il patrimonio destinato, non si costituisce un autonomo soggetto giuridico ma solo un patrimonio separato, opponibile ai terzi.

Da queste considerazioni emerge, con riferimento alla segregazione dei beni e dei *cash flow* confluiti nel patrimonio del *trustee*, che il *trust* è uno strumento di protezione del patrimonio da parte:

- dei creditori del disponente: ogni *trust*, infatti, produce il trasferimento dei beni in *trust*, i quali non si trovano più nel patrimonio del disponente;
- dei creditori personali del *trustee* (i beni in *trust*, di proprietà del *trustee*, sono segregati dal patrimonio del *trustee*);
- dei creditori dei beneficiari: i beni in *trust* appartengono al *trustee* e non sono parte del patrimonio del beneficiario, per cui i creditori di questi non possono aggredirlo.<sup>446</sup>

### *Effetti sul bilancio del promotore*

Gli effetti della costituzione del *trust* nel bilancio del promotore dipendono dalla circostanza circa la distinta soggettività di disponente, *trustee* e beneficiario.

---

<sup>446</sup> “L'unico strumento a tutela dei creditori del beneficiario è quello di pignorare il credito del beneficiario nei confronti del *trustee* ed ottenere da costui i beni in *trust*. Tuttavia, tale possibilità è azionabile dai creditori nel caso in cui i beneficiari hanno diritto a ricevere parte del capitale del *trust* e non del reddito, in quanto i creditori di un beneficiario dei soli redditi del *trust* non possono aggredire il capitale, in quanto il diritto del proprio debitore non permette in nessun modo di ottenerlo.” Vedi Giacomelli U., *Brevi osservazioni sui trusts*, 2005, [www.il-trust-in-italia.it](http://www.il-trust-in-italia.it). Per la stessa ragione Vicari precisa che i creditori di un beneficiario di un *trust* discrezionale, nel quale il *trustee* ha la piena discrezionalità nel decidere se e quanto erogare, non hanno ovviamente la possibilità di raggiungere i beni in *trust*. Vedi Vicari A., voce *Trust di protezione patrimoniale*, in *I trust interni*, CD-Rom edito dall'Associazione *Il trust in Italia*, 2002.

Considerato che nei trust applicati alla finanza di progetto il disponente risulta, seppur non esclusivamente, anche beneficiario del trust stesso, allora, sulla base del principio della prevalenza della sostanza sulla forma, nonché dell'ampia dottrina economico-aziendale richiamata nel lavoro, appare ragionevole la tesi secondo la quale i beni trasferiti dal disponente al *trustee* continuano ad essere esposti nel bilancio del disponente.

Non si verifica, pertanto, l'effetto del "de-consolidamento" della attività e dei flussi monetari afferenti il progetto dal bilancio del disponente.

I trust applicati alla finanza di progetto sono costituiti, a parziale eccezione del trust come gestore accentrato di tutti i rapporti contrattuali che, generalmente, fanno capo alla società di progetto, a scopo di garanzia: pertanto, la sostanza della costituzione è equiparabile alla costituzione di garanzia e come tale deve essere contabilizzata.

#### *Grado di indebitamento*

Con riferimento al profilo circa il grado di indebitamento nei trust applicati alla finanza di progetto, si osserva che la formulazione di tale giudizio va condotta sulla base del rendiconto del *trustee*.

L'elevato quoziente di indebitamento, come osservato nella prima parte del presente lavoro, è giustificato e intimamente correlato all'effetto segregativo, nonché alla costruzione di un efficace *security package*, e, posto che questi due elementi, pur con le ineliminabili differenze riscontrabili in una società di progetto, ricorrono anche nella costituzione di un trust, non vi sono ragioni per ritenere che il quoziente di indebitamento, finanziario o complessivo, calcolato sul bilancio del *trustee*, presenti valori differenti da quelli della società di progetto.

#### *Security package*

Al fine della costituzione di garanzia, il *trust* non ha, in effetti, istituti alternativi competitivi. In generale, quindi, nella corsa alla

costituzione di patrimoni separati con destinazione di scopo, il *trust* dimostra di costituire una risposta più efficiente rispetto alla creazione di soggetti separati, quando si tratta di organizzare garanzie a favore dei finanziatori.

Le ragioni del ricorso al *trust* a fini di garanzia risiedono essenzialmente nell'esigenza, particolarmente avvertita dagli operatori economici, di costituire garanzie del credito che non debbano sottostare ad eccessivi formalismi e, soprattutto, che consentano al creditore, in caso di inadempimento, l'escussione senza dover passare per una procedura esecutiva.

Il *trust* consente, infatti, una gestione "flottante" delle garanzie, permettendo, altresì, un impiego produttivo dei beni trasferiti in *trust*. Il *trust*, come già osservato, è uno strumento in grado di superare le rigidità del nostro sistema classico di garanzie reali.<sup>447</sup>

Un ulteriore vantaggio derivante dal ricorso al *trust* consiste nella nomina facoltativa, ad opera del *settlor*, del *protector* o guardiano.

Tale nomina risponde all'esigenza di controllare il gestore, allo scopo di "rinforzare" l'osservanza, da parte del *trustee*, delle disposizioni contenute nell'atto istitutivo del *trust*, creando, così, quella fiducia e quell'affidamento sulla gestione dell'affare da parte dei finanziatori.<sup>448</sup>

Come noto, nel *project financing*, la garanzia per il rimborso del prestito erogato dai finanziatori, è rappresentata dai *cash flow* prodotti dal progetto stesso.

Per questa ragione, la garanzia di una gestione dell'affare secondo quanto previsto dal piano economico-finanziario, è funzionale al perseguimento dello scopo primario del *project financing*: quello di blindare i cash flow attesi dall'affare, rendendo l'operazione, non solo in termini preventivi, ma anche consuntivi, effettivamente *self-liquidating*.

---

<sup>447</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 260.

<sup>448</sup> Per approfondimenti circa i poteri del guardiano nei *trust* delle legislazioni di *common law*, si rimanda a Lupoi M., *op. cit.*, pag. 399 e segg..

## *Conclusioni*

### Patrimonio destinato

Come più volte osservato, il patrimonio destinato non è dotato di autonoma soggettività giuridica: la società non si priva dei beni e dei rapporti segregati, in quanto essi sono sottoposti a una particolare disciplina sotto il profilo della responsabilità patrimoniale, senza alcun “trasferimento” da un soggetto ad un altro.

In altre parole, l’obiettivo della separazione patrimoniale è realizzato non ricorrendo alla costituzione di un altro soggetto, come avviene nel *project financing* attraverso la costituzione della società veicolo, ma “segregando” un insieme di beni e di rapporti giuridici che restano di proprietà della società che costituisce il patrimonio.

Come riportato nella Relazione al decreto legislativo della riforma del diritto societario, i patrimoni destinati sono considerati un’alternativa alla costituzione di società *ad hoc* per la realizzazione di singoli affari, considerata dallo stesso legislatore costosa e poco trasparente.

Malgrado gli obblighi di rendicontazione, che, come abbiamo illustrato, risultano onerosi ma comunque necessari per consentire ai creditori e ai soci della società un efficace processo di *monitoring*, è diffusa l’opinione secondo la quale la segregazione del patrimonio destinato risulta più economicamente vantaggiosa rispetto l’ipotesi di costituzione della società veicolo.<sup>449</sup>

La *ratio* della relazione è evidente. Se la costituzione di una società è effettuata esclusivamente al fine della separazione patrimoniale, allora il ricorso ai patrimoni destinati costituisce un mezzo più agevole, meno costoso, economicamente più efficiente, per conseguire lo stesso obiettivo (si pensi, ad esempio, alla necessità di redigere un nuovo atto

---

<sup>449</sup> Tra gli altri: Rubino De Ritis M., *op. cit.*, pag. 824; Santagata C., *I patrimoni destinati a “specifici affari”*, Ambrosini S. (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2005, pag. 18 e segg.. *Contra* Guizzi G., *Patrimoni separati e gruppi di società (articolazione dell’impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto)*, in “Rivista di diritto commerciale”, 2003, I, pag. 639 e segg.

costitutivo, ricostituire tutti gli organi sociali, nonché rispettare i numerosi adempimenti connessi al funzionamento di un distinto soggetto).

Si osserva che se la nuova società è un'esatta duplicazione di quella originaria (stessa sede, stessi organi sociali etc.), e ciò che muta, è soltanto l'individuazione e la gestione di uno specifico affare, la duplicazione della forma societaria costituisce un costo evitabile.

E' quindi del tutto condivisibile la deduzione, accennata nella Relazione Mirone, per cui l'inutile "proliferazione" di *societates unius negotii* può essere evitata con il ricorso all'istituto dei patrimoni separati.<sup>450</sup>

Secondo alcuni Autori, tuttavia, il legislatore, pur non riconoscendo distinta soggettività giuridica al patrimonio destinato, ha disciplinato detto istituto secondo "la falsariga di un modello societario".<sup>451</sup>

Ciò nonostante, lo strumento del patrimonio destinato "sembra" risultare più funzionale, rispetto alla costituzione della società veicolo, nell'ipotesi in cui questa ultima abbia, di fatto, gli stessi organi sociali dello *sponsor*: ciò consente, come evidenziato nella Relazione alla legge delega di evitare i costi di costituzione e gestione di una nuova società.

In sintesi, se una società viene costituita esclusivamente con l'obiettivo di realizzare una separazione patrimoniale, i patrimoni destinati forniscono agli operatori un mezzo più efficiente (ossia sostenendo costi minori) per conseguire lo stesso obiettivo, ossia la realizzazione dello specifico affare, poiché evita la duplicazione degli organi sociali, risparmia i costi di natura amministrativa e, soprattutto, offre incentivi a intraprendere nuove iniziative, in virtù anche della funzione di controllo riconosciuta a coloro che hanno effettuato apporti al patrimonio destinato.

Preliminarmente alle riflessioni circa l'applicabilità del patrimonio destinato alla realizzazione di operazioni di *project financing*, una

---

<sup>450</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 14.

<sup>451</sup> Marano G., *op. cit.*, pag. 23.

osservazione è opportuna: presupposto oggettivo per la creazione di patrimoni destinati è l'esistenza di uno "specifico affare".

Il termine affare è stato interpretato da una parte della dottrina in un'accezione restrittiva e da un'altra parte, in una accezione più ampia.

La prima intende l'affare quale una singola operazione o gruppo di operazioni. La seconda quale parte dell'attività della società.<sup>452</sup>

Invero, la disciplina sul patrimonio destinato lascia intendere che l'affare sia un'operazione complessa. La tesi dell'interpretazione "estensiva" trova, quindi, consensi in dottrina, che intende, generalmente, per "specifico affare" non un singolo contratto, ma un insieme di attività e di atti finalizzati al raggiungimento di un dato obiettivo o alla realizzazione di un determinato progetto.<sup>453</sup>

Sul punto infatti si osserva che "allorché, come nel caso in esame, si pongono insieme, in modo organizzato, risorse (di qualsiasi natura) e competenze, al fine di ottenere un predeterminato prodotto finale, in un periodo di tempo altrettanto definito e programmato, in realtà si dà luogo a un progetto. Allora si può dire che siano i progetti il naturale campo di applicazione della disciplina in esame."<sup>454</sup>

Al riguardo, il campo di elezione naturale del patrimonio destinato sembra essere quello delle imprese che operano su commesse, le quali presentano una organizzazione che per propria natura è strutturata sui progetti che abbiano come committenti soggetti terzi esterni all'impresa.

Le operazioni di finanza di progetto sembrano costituire, sotto questo profilo, un terreno fertile.

Ciò detto, pare proponibile la riconducibilità del concetto di specifico affare a quello che tipicamente rappresenta "lo scopo" di ogni project

---

<sup>452</sup> Campobasso G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET, Torino, 2004, pag. 179; Lamandini M., *op. cit.*, pag. 496.

<sup>453</sup> Tra coloro che ritengono che la nozione di affare sia riconducibile alla gestione di un ramo specifico dell'attività della società si rimanda a Inzitari B., *op. cit.*, pag. 296; Lenzi R., *op. cit.*, pag. 554; Manzo G., Scionti G., *Patrimoni destinati e azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in "Le società", 2003, pag. 1330.

<sup>454</sup> Potito L., *Patrimoni destinati...All'insuccesso*, in "Le società", n. 5, 2006, pag. 4.

financing, cioè la realizzazione di un progetto normalmente infrastrutturale.

Vi sono, tuttavia, alcuni Autori che ritengono che lo specifico affare può “spingersi” fino a considerare la creazione e lo sviluppo di un’intera azienda.<sup>455</sup>

Il punto non è condivisibile: “l’azienda è un istituto economico destinato a perdurare indefinitivamente”.<sup>456</sup> L’affare specifico, di contro, che deve essere indicato nella delibera di costituzione del patrimonio, analogamente al risultato che si intende perseguire, deve avere un compimento, cioè una realizzazione, quindi una fine (art. 2447-novies, comma 1°). Ciò induce ad escludere che il patrimonio destinato possa avere per oggetto la gestione continuativa di un’azienda o di un ramo d’azienda.<sup>457</sup>

Inoltre, l’affare non può essere inteso in senso troppo esteso in quanto è esso stesso posto a base del giudizio da parte del consiglio di amministrazione sulla congruità del patrimonio destinato.

Da tale giudizio di idoneità dipendono le sorti dello stesso patrimonio di nuova costituzione, in quanto lo stesso giudizio può essere oggetto di valutazione da parte di soci, creditori e terzi.

Pertanto una definizione di affare in termini generali e troppo ampi potrebbe condurre a valutazioni di incongruità del patrimonio destinato.

L’individuazione dell’affare è, comunque, una condizione necessaria ma non sufficiente. Esso, oltre a essere specifico, deve avere durata determinata.<sup>458</sup> In effetti l’indicazione concernente il tempo previsto

---

<sup>455</sup> L’OIC riporta sul punto che i beni e i rapporti costituenti il patrimonio destinato sono “solitamente coordinati ad azienda o ramo d’azienda” (Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 2); tra gli altri si rimanda a Becchetti E., *op. cit.*, pag. 49; Lenzi R., *op. cit.*, pag. 554; Niutta A., *op. cit.*, pag. 47. *Contra* Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1220.

<sup>456</sup> Zappa G., Azzini L., Cudini G., *Ragioneria Generale*, Milano, Giuffrè, 1951, pag. 1.

<sup>457</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1220.

<sup>458</sup> Potito osserva che “Si può ancora dedurre dalle norme, che deve trattarsi di iniziativa a tempo determinato”. Difatti, come da tutti notato, la disciplina, sia in generale, sia espressamente in tali disposizioni, ne presuppone la conclusione e ne regola l’esito finale”. Potito., *op. cit.*, pag. 3.

per la realizzazione dell'affare è parte stessa della specificità: la tempistica risulta elemento essenziale ed indefettibile di una effettiva pianificazione economico-finanziaria.<sup>459</sup>

A ulteriore conferma di quanto detto, si ricorda che il legislatore ha imposto l'obbligo di allegare, alla delibera costitutiva del patrimonio destinato un prospetto economico-finanziario contenente la previsione di costi, ricavi e flussi monetari futuri, i quali ovviamente non possono protrarsi per un tempo infinito.

Questo prospetto di solito si protrae per più esercizi e si sostanzia in tre piani specifici: quello economico, finanziario e degli investimenti.

La redazione del piano si propone una duplice finalità: da una parte la dimostrazione che è possibile, attraverso i ricavi dell'affare, coprire tutti i costi ed ottenere una remunerazione equa che ne giustifichi la realizzazione, e, dall'altra, la possibilità di reperire tutti i necessari finanziamenti strumentali per la realizzazione dell'affare.

Il piano economico-finanziario è il documento che dimostra, in termini preventivi, la natura *self-liquidating* dell'operazione, in cui si riscontra un approccio da parte dei finanziatori consistente nel fare affidamento, nella valutazione di merito di credito dell'operazione, sulle prospettive attese di redditività che si dimostrino di per sé sufficienti a remunerare e rimborsare il finanziamento erogato.

Con riferimento al piano economico-finanziario, elemento imprescindibile nelle operazioni di *project financing*, l'art. 2447-ter c.c., prevede che da esso deve risultare la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte da terzi.

Al riguardo si osserva che "la separazione patrimoniale, lungi dall'essere fine a se stessa o il risultato della diversa titolarità dei beni oggetto di separazione si contraddistingue per essere strumento per l'esercizio di un'attività di impresa per la realizzazione di un certo

---

<sup>459</sup> Niutta A., *op. cit.*, pag. 53.

programma imprenditoriale; il che ancora comporta che dal valore dei beni si passa alla loro redditività il che giustifica, poi, la necessità del piano finanziario.”<sup>460</sup>

In effetti, nel *project financing*, il piano economico-finanziario assolve la medesima funzione.

Alla luce di quanto illustrato, il patrimonio destinato può rappresentare uno schema legale funzionale alle esigenze della finanza di progetto.<sup>461</sup>

Una delle intenzioni del legislatore che ha introdotto il patrimonio destinato è quella di ampliare i canali di finanziamento di un'impresa. Il patrimonio destinato, mediante la “specializzazione” delle responsabilità e, quindi, dei rischi, incoraggia una maggiore propensione all'investimento che deriva dal fatto che i finanziatori possono:

- ridurre gli elementi di incertezza, poiché essi sanno di dover sopportare solo i rischi inerenti lo specifico affare;
- una riduzione dei costi di transazione, in quanto nella fase di valutazione del progetto, dispongono di tutte le informazioni necessarie per decidere come investire le proprie risorse;
- ridurre i costi di controllo, in quanto, l'oggetto del monitoraggio non è l'intera attività svolta dalla società, ma è circoscritto al progetto specifico sul quale il finanziatore ha presumibilmente acquisito informazioni specifiche e privilegiate.<sup>462</sup>

L'attività di controllo sulla gestione del singolo affare risulta significativamente meno costosa rispetto la verifica, sia in termini preventivi che successivi, sull'andamento complessivo di una società “multiprogetto”.

---

<sup>460</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1218.

<sup>461</sup> Corasaniti G., *op. cit.*, pag. 313; Di Sabato F., *op. cit.*, pag. 665; P. Ferro-Luzzi, *La disciplina dei patrimoni separati*, in “Rivista delle Società”, 2002, p. 136.

<sup>462</sup> Giannelli G., *op. cit.*, pag. 1218.

Nel project financing uno degli aspetti tipici consiste nel pervasivo controllo espletato dai finanziatori: da questo punto di vista il patrimonio destinato risulta funzionale a tale finalità.

Uno degli elementi del *security package* nel *project financing* è l'articolato sistema di garanzie che svolgono, come più volte osservato, una funzione difensiva sui beni strumentali al progetto.

La funzione difensiva del *security package*, costruito a beneficio dei finanziatori, si unisce con l'altro obiettivo delle garanzie nel *project financing*, quello, appunto, di rendere più incisiva ed efficace la supervisione esercitata sul progetto dei finanziatori. A tal fine il contratto di finanziamento prevede immancabilmente una dettagliata articolazione di dichiarazioni (*warranties*), obblighi e divieti contrattuali (*covenants*).

Come già osservato, per il patrimonio destinato, non si verifica il cosiddetto de-consolidamento degli effetti contabili del progetto sul bilancio dello *sponsor*: il debito assunto per finanziare il progetto viene a gravare sui bilanci dello *sponsor*.

Tuttavia, il de-consolidamento delle garanzie prestate dallo sponsor a favore della società di progetto non si riscontra, come già osservato nella prima parte del lavoro, nemmeno con il ricorso alla costituzione del veicolo societario.

Il patrimonio destinato consente alle imprese di realizzare affari specifici senza la necessità di costituire un nuovo soggetto giuridico, consentendo, quindi, una più facile governabilità sul piano gestorio dei patrimoni destinati.

La segregazione diventa l'unico strumento rispetto alla costituzione di una società, nell'ipotesi in cui i beni e i rapporti da separare non sono rappresentati da entità suscettibili di essere conferite in una società di capitali. Questa specificità è motivata dal fatto che i beni del patrimonio destinato non sono soggetti ad alcuna vicenda circolatoria.<sup>463</sup>

---

<sup>463</sup> Rubino De Ritis M., *op. cit.*, pag. 826.

Pur tuttavia il patrimonio destinato non presenta dei vantaggi funzionali rispetto le esigenze di separazione patrimoniale a favore dei finanziatori che caratterizzano ciascuna operazione di *project financing*.

Pertanto, al fine di costituire garanzie opponibili *erga omnes*, ai finanziatori non resterebbe che far ricorso alle consuete garanzie reali, così come esplicitamente previsto dall'art. 2447-*ter*, comma 1, lett.c).

Per superare tale ostacolo, una soluzione prospettabile appare quella di fare ricorso, nell'ambito del patrimonio destinato, alla stipula di un contratto di finanziamento, così come previsto dall'art. 2447-*decies*, consentendo così l'utilizzo del patrimonio destinato in un'ottica "finanziaria".

In tale ipotesi il rapporto di credito dovrebbe venire a costituire elemento centrale del patrimonio destinato, unitamente agli altri beni e rapporti che fossero descritti nella delibera costitutiva e caratterizzati dal concetto di congruità all'affare.

Il regime di separazione risulterebbe, così, di reale utilità con il ricorso all'istituto del finanziamento destinato.

In questo modo, l'istituto in esame potrà porsi in termini di valida alternativa all'attuale sistema di garanzie reali, consentendo di selezionare tra i vari creditori particolari dell'affare al fine di privilegiarne solo alcuni e cioè i finanziatori dell'affare stesso.

In definitiva la fattispecie in questione può, unitamente alla finanziamento destinato, presentare tratti di rilevante funzionalità rispetto al ricorso alla società di progetto e alla costituzione delle classiche garanzie di separazione patrimoniale a favore dei finanziatori che caratterizzano le operazioni di *project financing*.

### *Il finanziamento destinato*

La differenza sostanziale tra la costituzione di una società veicolo e il ricorso all'istituto del finanziamento destinato, concerne il fatto che, nel primo caso, i flussi di cassa generati dall'esecuzione del progetto

vengono isolati attraverso la costituzione di un'apposita società di progetto, nel secondo attraverso la stipula di un contratto di finanziamento.

La peculiarità del finanziamento destinato non consiste nel particolare regime di responsabilità, quanto nella facoltà di destinare un patrimonio separato a garanzia di determinati soggetti, conferendo, quindi ai finanziatori una posizione privilegiata.

Tale privilegio si estrinseca in due fattori:

- il primo si riferisce al fatto che i crediti dei finanziatori sono sottratti alla generale concorrenza dei creditori sociali: il principio della *par condicio creditorum* è disapplicato in loro favore;
- il secondo riguarda la funzione di controllo a loro riconosciuta: essi non devono più valutare la complessiva attività di impresa, ma possono limitare il loro raggio di osservazione sullo specifico affare finanziato.

Questi due elementi combinati consentono di creare, come noto, delle forme avanzate di garanzie del credito che, in virtù delle posizioni di privilegio riconosciute al finanziatore, offrono un significativo incentivo al finanziamento.<sup>464</sup>

In effetti, l'istituto del finanziamento destinato, così come quello del patrimonio destinato, è strumentale a garantire alle imprese nuovi canali di accesso del capitale. Per tale motivo gli istituti analizzati mirano a tutelare l'interesse dei finanziatori ad una ragionata e profonda conoscibilità dell'affare finanziato e della loro coerente rappresentazione contabile e di bilancio.

Il finanziamento destinato, così come il patrimonio destinato, che, tuttavia, può assolvere anche ad altre funzioni, è strumentale a reperire risorse finanziarie aggiuntive da impiegare per l'avvio di uno

---

<sup>464</sup> Zoppini A., *Il patrimonio separato garantisce singoli affari*, in "Guida al Diritto", n. 3, 2003, pag. 43 e segg.

specifico affare.<sup>465</sup> E' pertanto veicolo per raccogliere finanziamenti, attraverso canali innovativi, finalizzati ad essere investiti in iniziative contraddistinte da un forte collegamento funzionale tra finanziamento e progetto.

E' tale collegamento funzionale tra bontà del progetto e finanziamento erogato a richiamare immediatamente l'applicazione del modello dei finanziamenti destinati alle operazioni di *project financing*, ove, è, appunto, la valenza tecnico-economico dell'affare a costituire elemento di valutazione determinante per l'ottenimento del finanziamento necessario per l'avvio dell'iniziativa.<sup>466</sup>

L'obiettivo perseguito dal legislatore, con l'introduzione dell'istituto del finanziamento destinato, è stato quello di trovare uno strumento di coinvolgimento, in una ottica partecipativa, dei terzi nel rischio di impresa connesso allo specifico affare.

In effetti l'operazione di finanziamento subordina, in tutto o in parte, la remunerazione dell'investimento agli esiti dell'iniziativa economica e l'esposizione del finanziatore al rischio della perdita, totale e parziale, della somma di denaro investita.

A fronte del rischio dell'iniziativa, il finanziatore gode di un beneficio consistente nella separazione patrimoniale dei proventi (nonché dei frutti e gli investimenti) che vengono destinati al rimborso del finanziamento.<sup>467</sup>

---

<sup>465</sup> La Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, pag. 269.

<sup>466</sup> Ferro-Luzzi P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in "Rivista delle Società", gennaio-febbraio, 1, 2002, pag. 135. Tra gli Autori che rilevano analogie strutturali tra il *project financing* e il finanziamento destinato, nonché con la cartolarizzazione dei crediti, si rimanda a Arlt R., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane*, in "Contratto e impresa", n. 1, 2004, pag. 353.

<sup>467</sup> Secondo la dottrina l'applicazione delle disposizioni sul finanziamento destinato, è condizionata all'adozione della clausola che vincoli almeno in parte il rimborso del finanziamento alle entrate di cassa generate dallo specifico affare finanziato, così da rendere incerto, e dunque rischioso, quantomeno il "ritorno" spettante al finanziatore. (Salamone L., *op. cit.*, pag. 885).

Tuttavia tale aspetto assume una peculiarità specifica nel finanziamento destinato. Con la costituzione della società veicolo, i flussi di cassa sono isolati dallo *sponsor* dell'iniziativa, e non anche dai creditori generali della società veicolo; con la stipula del contratto di finanziamento destinato, di contro, si raggiunge una finalità ulteriore: la funzione di "preferire" i finanziatori del progetto agli altri creditori, anche particolari dello specifico affare.

Questo aspetto consente di cogliere appieno le potenzialità funzionali del finanziamento destinato per le applicazioni alle operazioni di *project financing*.

Alla luce delle considerazioni fino a qui emerse, il finanziamento destinato risulta essere strumento flessibile ed efficace per superare "il sistema privatistico tradizionale delle garanzie reali e della separazione dei beni, tutto centrato cioè sui beni e non sul reddito" che risulta "inadeguato alle moderne esigenze di finanziamento dell'impresa, ma per superarlo non bisogna duplicarlo a valle, creando sub società".<sup>468</sup>

Nel presente lavoro già si è accennato alle difficoltà circa la costruzione di efficaci *security packages* nell'ambito delle operazioni di *project financing*: articolati e complessi risultano i sistemi di assemblaggio di garanzie reali e personali, in ciò "non potendo prescindere dai limiti che il nostro ordinamento presenta in termini di rigidità e formalismo".<sup>469</sup>

In effetti, la separazione dei proventi risulta uno strumento succedaneo efficace delle consuete garanzie con spossessamento, che pregiudicano, spesso, il proseguimento e, quindi, il buon esito dell'affare.

La disciplina del finanziamento destinato ha privilegiato il profilo finanziario e dinamico rispetto a quello statico della società veicolo, considerando che i beni inseriti nella combinazione produttiva

---

<sup>468</sup> Ferro-Luzzi P., *op. cit.*, pag. 913.

<sup>469</sup> Carrière P., *op. cit.*, pag. 1025.

dell'impresa, sono volti alla finalità precipua di creare nuova ricchezza.<sup>470</sup>

Si è già accennato al fatto che l'elemento tipico e imprescindibile del *security package* nell'ambito di un *project financing* sia la blindatura dei *cash flow* attesi e quindi, in ottica civilistica, di tutti i crediti presenti e futuri della società di progetto.

Il nostro ordinamento presenta insuperabili limiti per la costruzione di efficaci *security package* nell'ambito delle operazioni di *project financing*, dovendosi fare ricorso a complessi e costosi assemblaggi di garanzie reali.

Inoltre, con il finanziamento destinato si consegue anche l'obiettivo di segregazione dei beni strumentali alla realizzazione dell'affare, obiettivo che, nelle operazioni di *project financing*, era possibile ottenere attraverso la costituzione di un *security package* complesso e articolato. A tal fine, quanto mai funzionale appare il regime di segregazione patrimoniale previsto dall'art. 2447-*decies*, comma 5°, sui beni strumentali destinati alla realizzazione che consente di superare, parzialmente, la rigidità del sistema di garanzie reali.

Sembra allora che il finanziamento destinato consente un regime di segregazione elastico, economico e semplice e funzionale alle funzioni difensive delle garanzie in ambito *project*.

Affinché tale regime di segregazione risulti efficace, occorre che la nozione di beni strumentali sia interpretata in senso ampio, così da considerare ogni possibile tipologia di bene, mobile e immobile, materiale e immateriale, diritti e concessioni.

Il finanziamento destinato realizza un regime di segregazione a favore dei finanziatori sui proventi dell'affare oltretutto sui loro frutti e investimenti, escludendosi del tutto ogni concorso da parte di terzi creditori. In effetti, nel *project financing*, emerge la giustificabilità di un regime di favore per quella categoria di creditori rappresentata dai

---

<sup>470</sup> Manes P., *op. cit.*, pag. 192.

finanziatori ove i caratteri del fenomeno sono proprio individuabili nel ruolo predominante e centrale rivestito dai finanziatori medesimi.

Si supera così, con il ricorso al finanziamento destinato, quella che nel nostro sistema di garanzie reali risultava sin qui come l'impossibilità di costruire efficacemente un vincolo di garanzia sui flussi reddituali attesi e potenziali di una attività imprenditoriale nonché la difficoltà di vincolare efficacemente le giacenze di cassa, i suoi frutti e gli investimenti dinamici che con essa vengono effettuati.

Pur tuttavia, con la disciplina del finanziamento destinato non si riesce ad ottenere un efficace regime di isolamento della società e del suo restante patrimonio da ogni ulteriore pretesa creditoria che derivi da altre obbligazioni contratte anche in relazione allo specifico affare.

Viceversa, in linea di principio, la disciplina di segregazione endosocietaria che caratterizza il patrimonio destinato, può risultare funzionale al conseguimento di un efficace ring fence attorno all'attività o al progetto potendo porsi come una valida alternativa al modello incentrato sulla costituzione di un veicolo societario, dotato del regime di responsabilità limitata dei soci.

Come già osservato, il contestuale ricorso all'istituto del patrimonio destinato e del finanziamento destinato consente di raggiungere un *ring fence* efficace sulle attività e i proventi ritraibili dall'affare, nonché il perseguimento di un regime di privilegio efficiente e sicuro per i finanziatori.

### *Trust*

Delineato e analizzato come l'atteggiarsi degli elementi peculiari del *project financing* si profila nel caso del *trust*, è opportuno riflettere sulla funzionalità e sulle potenzialità operative che il *trust* assume, o può assumere, nell'area del *project financing*.

I vantaggi che comporta il *trust* non sono perseguibili completamente dalla società veicolo. Quest'ultima, al pari del *trust*, assicura la realizzazione dell'investimento nell'ambito della propria autonomia

patrimoniale ma non offre il medesimo effetto segregativo proprio del *trust*.

Inoltre, nella prima fase del procedimento del *project financing*, quella che precede l'aggiudicazione ai sensi del d. lgs. 163/2006 del Codice dei contratti pubblici, appare opportuno "segregare" le somme corrisposte dai finanziatori per la presentazione del progetto e la realizzazione dell'opera.

E', inoltre, utile osservare come, nell'ambito delle operazioni di finanza di progetto in opere pubbliche, non è possibile costituire una società veicolo, di cui all'art. 156 del D. Lgs. 163/2006, prima dell'aggiudicazione del progetto.

Infatti, posta la particolare procedura di aggiudicazione della concessione, il promotore non può sapere al momento della presentazione del progetto preliminare o anche, nella fase successiva della gara a licitazione privata, di presentazione dell'offerta più economicamente vantaggiosa, se risulterà vincitore della gara.

Pertanto non si può ipotizzare la costituzione di una società di progetto il cui oggetto sociale esclusivo sia la realizzazione e la gestione di un'opera ancora da aggiudicare.<sup>471</sup>

Prima dell'aggiudicazione, l'unico strumento che possa garantire l'isolamento del progetto dalle vicende dei promotori, a partire dal momento della raccolta dei finanziamenti, è il *trust*.

Infatti i promotori hanno bisogno di significative risorse finanziarie ancor prima dell'aggiudicazione della concessione di costruzione e gestione al fine di far fronte alle spese necessarie per poter redigere il progetto da presentare all'ente pubblico.

Tali spese sono infatti significative in quanto, nell'ambito dei lavori pubblici, le proposte "devono contenere uno studio di inquadramento territoriale e ambientale, uno studio di fattibilità, un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico-

---

<sup>471</sup> Ciò si desume anche dal tenore letterale dell'art. 156 del d. lgs. 163/2006 il quale dispone che *il bando di gara per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di una infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità deve prevedere che l'aggiudicatario ha la facoltà, dopo l'aggiudicazione, di costituire una società di progetto in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile.*

finanziario asseverato...una specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione nonché l'indicazione di una serie di elementi e delle garanzie offerte dal promotore all'amministrazione aggiudicatrice.”

La proposta progettuale risulta, pertanto, complessa e richiede il coinvolgimento di ingenti capitali.

L'istituto del *trust* permette, quindi, il perseguimento dell'effetto segregativo delle somme corrisposte dai finanziatori al promotore del progetto.

In sintesi, qualora la dimensione organizzativa non richiede la creazione di un soggetto separato risulta conveniente la scelta del *trust*. La maggiore efficienza del *trust* si riscontra nelle ipotesi in cui il raggiungimento degli scopi di autonomia privata richiede la creazione di un patrimonio separato, ma non esige che, accanto ad esso, si dia vita ad una apposita struttura organizzativa che lo gestisca.

Da qui l'utilità del *trust* per garantire l'isolabilità giuridico-economica dell'iniziativa sin dal momento iniziale della raccolta dei finanziamenti.<sup>472</sup>

La maggiore efficienza del *trust* si riscontra in quelle ipotesi in cui l'autonomia privata ha, da un parte, la necessità di creare un patrimonio separato e, dall'altra, non emerge l'esigenza di dare vita a una struttura organizzativa, i cui organi direttivi ed esecutivi siano diversi rispetto a quelli della società di progetto. Una apposita struttura organizzativa implica la costituzione di una persona giuridica e, pertanto, il sorgere di costi non economicamente necessari.

Lo schema del *trust* costituisce un importante strumento di autonomia patrimoniale, il quale, consente di risolvere una serie di problemi avvertiti dalla finanza moderna di poter costituire patrimoni separati destinati a vari scopi predeterminati.

Certo è che, per taluni aspetti, i medesimi scopi possono essere perseguiti nei sistemi non *trust* attraverso una serie di strumenti giuridici tra i quali la creazione di una nuova persona giuridica.

---

<sup>472</sup> Lopilato V., *Trusts e "project financing" dopo la "Merloni-ter"*, in *"Trusts e attività fiduciarie"*, 2001, p. 345.

L'equivalenza, come già rilevato, non è perfetta: se, per quanto analizzato, gli effetti civilistici sono pressoché i medesimi, dobbiamo procedere all'analisi anche dei costi economici. Se, pertanto, l'effetto segregativo tipico del *trust* può essere perseguito anche attraverso la costituzione di una società a responsabilità limitata, è anche vero che la costituzione di una nuova società comporta ovunque costi superiori a quelli di un *trust*.

Inoltre, la finalità di creare un patrimonio separato con destinazione di scopo, nell'ambito delle operazioni di *project financing*, non è giustificata solo da ragioni connesse alla limitazione del rischio ma anche dall'esigenza di costituire garanzie specifiche a favore di determinati creditori. A questi fini, come già osservato, il *trust* presenta, nel nostro ordinamento, vantaggi competitivi superiori a quelli raggiungibili attraverso la costituzione tradizionale delle garanzie specifiche.

Per procedere all'analisi comparativa tra la società di progetto e il *trust*, cerchiamo di comprendere se, e in che modo, i vantaggi illustrati con il *trust* possono essere perseguiti con l'istituzione della società veicolo.

Ai fini di tale confronto, dapprima si è verificata l'equivalenza funzionale dei due istituti e poi si è ragionato sull'efficienza dei detti strumenti.

Con riferimento al primo aspetto, dobbiamo chiederci se, nell'ambito del diritto societario, lo strumento giuridico della società consente di ottenere gli stessi vantaggi dell'effetto segregativo del *trust*.

Ricorrendo allo strumento giuridico societario, si osserva che:

- la società di capitali è dotata di un'autonomia patrimoniale perfetta;
- i beni conferiti dai soci diventano formalmente beni di proprietà della società, pertanto i creditori dei soci non possono far valere le proprie pretese creditorie sul patrimonio della società:

- i creditori del soggetto promotore possono intraprendere azioni esecutive sulle quote o azioni della società da queste detenute.

Nel *trust*, possiamo affermare che:

- i beni conferiti in proprietà sono di proprietà formale del *trustee*: si produce, pertanto, il tipico effetto segregativo della società di progetto;
- i creditori del soggetto promotore/disponente non possono intraprendere azioni esecutive sulle partecipazioni detenute da questo in quanto l'istituzione del *trust* avviene senza corrispettivo.

Più complesso è indagare sulla competitività economica dei due istituti.

Si afferma generalmente che la costituzione e la gestione di un nuovo organismo societario comporta sicuramente spese superiori rispetto a quelle necessarie per l'istituzione di un *trust*.<sup>473</sup>

In effetti tale considerazione non può non essere tenuta in considerazione nella scelta dei modelli giuridici da utilizzare nelle operazioni di finanza di progetto, tanto più che, a prescindere da tale aspetto, la prospettiva di affidare la gestione del piano di allocazione delle risorse finanziarie a un gestore fiduciario piuttosto che a una società veicolo può risultare più appetibile agli occhi dei finanziatori.

Si afferma, pertanto, che, sotto il profilo economico il *trust* non ha istituti alternativi competitivi.

---

<sup>473</sup> Gambaro A., voce "*Trust*", in Dig. disc. priv. sez. civ., XIV, Torino, 1999.

## Bibliografia

Alberti A. M., *La struttura del project financing*, in “Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza”, 1997;

Amaduzzi A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1969;

Andreoli E., *Il trust. Nella prassi bancaria e finanziaria*, Padova, Cedam, 1998;

Arlt R., I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane, in “Contratto e impresa”, 2004, p. 323.

Associazione Preite, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Olivieri G., Presti G., Vella F., Bologna, Il Mulino, 2003;

Batoli S., *Il trust auto-dichiarato nella Convenzione dell'Aja sui trust*, in “Trusts”, 2005;

Becchetti E., *Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, dedicati e vincolati*, in “Rivista del Notariato”, Gennaio-Febbraio 2003, Vol. LVII, n. 1;

Berkovitch E., Kim E. H., *Financial Contracting and Leverage Induced Over and Underinvestment Incentives*, in “Journal of finance”, 45, 1990;

Berlinguer A., *Finanziamento e internazionalizzazione di impresa*, Torino, Giappichelli Editore, 2006;

Bernardini A., *Le modifiche apportate alla “Legge Merloni” dalla legge 1 agosto 2002, n. 166*, in “Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza”, 2002;

Bertuzzi M., Bozza G., Sciumbata M., *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, SAA*, in *La Riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio G., vol. 7, Milano, Giuffr  Editore, 2003;

Besta F., *La ragioneria*, Milano, 1916;

Bianca C. M., *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957;

Bianchi M. T., *I patrimoni dedicati tra novit  e tradizione*, in "Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale", Luglio-Agosto, 2003;

Black F., Cox J., *Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions*, in "Journal of Finance", 31, 1976;

Black F., Miller M. H., Posner R. A., *An approach to the Regulation of Bank Holding Companies*, in "Journal of Finance", 31;

Borsa Italiana s.p.a., *Osservazioni: nota tecnica sui patrimoni destinati*, in "Rivista delle societ ", 2002;

Bozzi S., *Il project financing nella teoria dell'agenzia*, in *Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, a cura di Fontana F., Sandri S., Caroli M. G., Luiss Edizioni, 2001;

Brealey A., Cooper A. I., Habib M. A., *Using Project finance to Fund Infrastructure Investments*, in "Journal of Applied Corporate Finance", 9, 3, 1996;

Broggini G., *Trust e fiducia nel diritto internazionale privato*, in "Europa e diritto privato", 1998;

Buonocore V., *Le societ  – Disposizioni generali*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di Schlesinger P., Milano, 2000;

Busato A., *La figura del trust negli ordinamenti di common law e di diritto continentale*, in "Rivista di Diritto Civile", 1992;

Bussolletti M., De Biasi P., *art. 2424, Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini G., Stagno D'Alcontres A., Napoli, Casa editrice Novene, 2004;

Campobasso G. F., *Diritto commerciale 1 Diritto dell'impresa*, Utet, Torino, 2000;

Campobasso G. F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, a cura di Campobasso M., UTET, Torino, 2006;

Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Milano, Giuffrè Editore, 2003;

Caratozzolo M., *La nuova disciplina del bilancio di esercizio*, in "Le società", 2005;

Caratozzolo M., *Il Bilancio di esercizio*, Milano, Giuffrè Editore, Milano, 2006;

Caringella F., *Studi di diritto civile*, Giuffrè, Milano, 2003;

Carnevali U., *Patto commissorio*, voce in Enc. Dir. Civ., 1990;

Caroli M. G., *Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, a cura di Fontana F., Sandri S., Caroli M. G., Luiss Edizioni, Roma, 2001;

Carrière P., *Project financing: profili di compatibilità con l'ordinamento italiano*, Cedam, Padova 1999;

Carrière P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in "Rivista delle società", 2003, 5;

Castronovo C., *Trust e diritto civile italiano*, in "Vita notarile", 1998;

Ceccherelli A., *Economia aziendale e amministrazione delle imprese*, Firenze, 1961;

Chemmanur T.J., Kose J., *Optimal incorporation, structure of debt contracts, and limited-recourse project financing*, in “Journal of financial intermediation”, 5, 1996;

Chen A. H., Kesinger J. W., Martin J.D., *Project financing as a Means of Preserving Financial Flexibility*, University of Texas, Working Paper, 1989;

Coletta A., *Project financing nell’esperienza italiana*, in “Appalti, urbanistica edilizia”, 1999;

Colombo G. E., *Bilancio di esercizio e bilancio consolidato*, in Trattato delle Società per Azioni, a cura di Colombo G. E., Portale G. B., , Vol. VII, parte I, Torino, Utet, 1994;

Colombo G. E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in “Banca, borsa e titoli di credito”, I, 2004;

Colombo G. E., *I principi in tema di redazione del bilancio*, in Il nuovo diritto delle società, a cura di Abbadessa P. e Portale G. B., , UTET, Torino, 2007;

Comana M. (a cura di), *Il project financing per le opere di media dimensione*, Milano, Franco Angeli, 2003;

Commissione per i principi contabili, Osservazioni sul principio contabile OIC 2 “Patrimoni destinati ad uno specifico affare”;

Comporti M., *Cose, beni e diritti reali*, in Istituzioni di diritto privato, a cura di Bessone M., Milano, Giappichelli Editore, 1998;

Comporti C., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in La Riforma delle società, II, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, Giappichelli, 2003;

Comporti C., *Finanziamento destinato ad uno specifico affare*, in La Riforma delle società, a cura di Sandulli M., Santoro V., tomo II, Torino, Giappichelli Editore, 2005;

Corasaniti G., *Patrimoni dedicati, finanziamenti destinati ad uno specifico affare e project financing: profili societari e fiscali*, in “Diritto e pratica tributaria”, Vol. LXXVI, n. 2, marzo aprile, 2005;

CRESME per Ambiente e Territorio, *Il rapporto annuale dell'Osservatorio Nazionale del Project financing. Il mercato del Partenariato Pubblico Privato in Italia nel 2005*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006;

Dal Prato L., *La finanza di progetto: contorni e profili*, Torino, Giappichelli Editore, 2006;

D'Alessandro F., *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in “Le Società”, 2004, n. 9;

Dabizzi F., *Il trust e il project financing*, in “Giurisprudenza commerciale”, 2001, n. 6, Giuffrè, I;

Damodaran A., *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2001;

De Angelis L., *Patrimoni destinati a specifici affari di S.p.A.: profili contabili e fiscali*, in “Diritto e pratica tributaria”, n. 3, 2003;

De Angelis S., *Appunti su profili di diritto contabile e tributario concernenti i patrimoni destinati a specifici affari*, in “Rivista di diritto delle imprese”, 2003;

De Donato A., De Donato V., D'Errico E., *Trust convenzionale*, Roma, 1999;

De Gobbis F., *Il bilancio delle Società Anonime*, Milano, 1931;

De Minico L., *Lezioni di ragioneria*, Giannini, Napoli, 1964;

De Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Giuffrè Editore, Milano, 2007;

De Sensi V., *Patrimoni destinati e procedure concorsuali*, Ceradi, Luiss, Luglio 2005;

De Sury P., *Project financing e finanziamento delle opere pubbliche*, in *Il project financing: principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, De Saury P., Miscali M., Egea, Milano, 1995;

Dell'Atti A., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, n. 4, 2005, [www.ea2000.it](http://www.ea2000.it).

Dezzani F., Dezzani L., *I modelli contabili dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Il Fisco", n. 31, 2004;

Dezzani F., Pison P., Puddu L., *Il bilancio di esercizio. Le modifiche previste nello schema di decreto di riforma societaria*, in "Il fisco", n. 41, 2002;

Di Sabato F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in "Le Società", 2002;

Di Sabato F., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, Giuffrè, 2004;

Di Sabato F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari*, in "Banca, borsa e titoli di credito", n. 1, 2004;

Diamond D., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in "Review of Economic Studies", 51, 1984;

Draetta U., *Il project financing nella prassi del commercio internazionale*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1994;

Draetta U., Vaccà C. (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, 1997; De Sury P., Miscali M., *Il Project finance*, Milano, 1995;

Esty B., *Project finance Glossary*, in *Harvard Business Review*, 17 Ottobre 2002;

Esty B., *Return on project-financed investments: evolution and managerial implication*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, 2002;

Esty B., *The economic motivations for using project finance*, 14 February 2003;

Esty B., *Petrozuata: A Case Study of the Effective Use of Project finance*, in “*Journal of Applied Finance*”, 12, 3;

Esty B. e Sesia A. JR., *An overview of Project finance – 2004*, Harvard Business School, 29 April 2005;

Ferraris E., *Operatività del trust nelle banche*, in “*Vita Notarile*”, 2000;

Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Analisi di bilancio e rendiconto finanziario*, Milano, Giuffrè Editore, 2006;

Ferro-Luzzi P., *I patrimoni “dedicati” e i “gruppi” nella riforma societaria*, in “*Rivista Notarile*”, 2001, I;

Ferro-Luzzi F., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in “*Rivista del Diritto Commerciale*”, n. 1-2/3-4, 2003;

Ferro-Luzzi P., *I patrimoni “dedicati” e i gruppi nella riforma societaria*, in “*Rivista del Notariato*”, 2002;

Ferro-Luzzi P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in “*Rivista delle Società*”, 2002;

Fico D., *Le novità in tema di bilancio d'esercizio introdotte dalla riforma del diritto societario*, in "Le Società", 2003;

Fico D., *Aspetti contabili dei patrimoni destinati*, in "Le società", 2004, 10;

Fimmanò F., *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in "Le Società", 2002;

Fimmanò F., *La liquidazione delle cellule destinate alla luce della riforma del diritto fallimentare*, in "Le società", n. 2, 2006;

Fimmanò F., *La sorte dei Patrimoni destinati nei fallimenti di S.p.A.*, [www.fallimentoonline.it](http://www.fallimentoonline.it);

Finnerty J. D., *Project financing. Asset-based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, 1996;

Flannery M. J., *Financing multiple investment project*, in "Financial Management", Summer, 1993;

Flannery M. J., Houston J. F., Venkataraman S., *Financing Multiple Investment Project*, in "Financial Management", Summer, 1993;

Gallizia G., *Protector, garante e tutore del trust*, Congresso Nazionale del Trust, Roma, 19 novembre 1999, in <http://www.il-trust-in-italia.it>;

Gambaro A., *Appunti sulla proprietà nell'interesse altrui*, in "Trusts e attività fiduciarie", aprile 2000;

Gatti S., *Finanziamenti destinati e procedure concorsuali*, in "Rivista dei Dottori Commercialisti", 2004;

Gatti S., *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, Roma, Bancaria Editrice, 2005;

Gatti S., *Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo*, Bancaria Editrice, Roma, 2006;

Gazzoni F., *In Italia tutto è permesso, anche quel che è vietato (lettera aperta a Maurizio Lupoi sul trust e su altre bagattelle)*, in "Rivista del notariato", 2001;

Gazzoni F., *Tentativo dell'impossibile (Osservazioni di un giurista "non vivente" su trust e trascirizione)*, in "Rivista Notarile", 2001;

Gennari F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, CEDAM, 2005;

Giacomelli U., *Brevi osservazioni sui trusts*, 2005, [www.il-trust-in-italia.it](http://www.il-trust-in-italia.it);

Giannelli G., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in AA. VV., *Società di capitali: Commentario*, a cura di Niccolini G., Stagno D'Alcontres A., II, (artt. 2389-2448);

Glassman D. M., *Spin-Offs and Spins-Outs: Using "Securitization to Beat the Bureaucracy"*, in "Journal of Applied Corporate Finance", 1988;

Granelli C., *La responsabilità patrimoniale del debitore fra disciplina codicistica e riforma in itinere del diritto societario*, in "Rivista di Diritto Civile", n. 4/2002;

Graziadei M., *Trusts nel diritto anglo-americano*, voce in *Digesto Commerciale*, XVI, Torino, 1999, 263;

Hart O., Moore J., *On the Design of Hierarchies: Coordination versus Specialisation*, in "National Bureau of Economic Research", October, 1995;

Iamiceli P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, Cedam, 2003;

Imperatori G., *La finanza di progetto. Una tecnica, una cultura, una politica*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2003;

Inzitari B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in “Le Società”, 2003;

Inzitari B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447-bis, lett. a, c.c.)*, in “Contratto e impresa”, 2003;

Jaeger P. G., *Par condicio creditorum*, in “Giurisprudenza commerciale”, 1984, I;

Jensen M., *Agency Costs and Free Cash flow. Corporate Finance and Takeovers*, in “American Economic Review”, May, 1986;

Jensen M.C., *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems*, in “Journal of Finance”, 48, 1993;

Jensen M.; Meckling W.(1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in “Journal of Financial Economics”, 3;

John T.A., John K., *Optimality of Project financing: Theory and Empirical Implications in Finance and Accounting*, in “Review of Quantitative-Finance and Accounting”, 1, 1991;

Kesinger, Martin J., *Project finance: Raising Money The Old fashioned Way*, in “Journal of Applied Finance”, 1998;

La Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè Editore, 2007;

Lamandini M., *I patrimoni destinati nell’esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in “Rivista delle Società”, 2003;

Leland H. E., Pyle D. H., *Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries*, in “Journal of Finance”, 32, 1977;

Lener R., *Trust e garanzia di prestito obbligazionario*, estratto dalle Relazioni Congresso Nazionale, Roma, 19-20 novembre 1999, [www.il-trust-in-italia.it](http://www.il-trust-in-italia.it);

Lenzi R., *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in “Rivista del Notariato”, Vol. LVII, Maggio-Giugno, 2003, 3;

Lo Cicero M., *Beni pubblici e public private partnership: dal Project financing al PPP, la lezione del Regno Unito*, in “Impresa, incertezza e investimenti dal corporate al project finance ”, Torino, UTET, 2003;

Lo Cicero M., *Project vs corporate financing*, in “Rassegna economica”, volume 60, n. 4 ottobre-dicembre;

Lopilato P., *Il trust e la finanza di progetto*, in “Giurisprudenza commerciale”, 2003;

Lopilato V., *Trust e “Project financing” dopo la “Merloni ter”*, in “Trusts e attività fiduciarie”, Luglio 2001;

Lupoi M., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985*, in “Vita notarile”; 1992;

Lupoi M., *Introduzione ai trust. Diritto inglese. Convenzione dell'Aia. Diritto italiano*, Milano, Giuffrè, 1994;

Lupoi M., *The shapeless trust – Il trust amorfo*, in “Vita notarile”, 1995, I;

Lupoi M., *Le posizioni soggettive protette*, in “Trusts e attività fiduciarie”, 2000, 160;

Lupoi M., *Trusts*, Milano, Giuffr  Editore, 2001;

Lupoi M., *Lettera a un notaio conoscitore dei trust*, in “*Trusts e attivit  fiduciarie*”, 2002;

Macello U., *Situazioni soggettive e rapporti giuridici*, in Bessone M. (a cura di), *Istituzioni di diritto privato*, Giappichelli Editore, Milano, 1998;

Mancinelli L., Bastianelli M., *Impresa disponibile e trustee professionale: problematiche tributarie e di bilancio dei beni in trust*, in “*Trust e attivit  fiduciarie*”, Gennaio 2003;

Manes P., *Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario*, in “*Contratto e Impresa*”, 2001, 1;

Manes P., *Tratti salienti del trust: il modello inglese e il modello internazionale*, dattiloscritto della relazione tenuta al seminario “*Trust per la famiglia e l’impresa. Applicazioni professionali, profili civilistici e tributari*” svoltosi a Napoli il 30 gennaio 2002;

Manes P., *Trust e art. 2740 c.c.: un problema finalmente risolto*, in “*Contratto e impresa*”, n. 2 maggio agosto 2002;

Manes P., *Sui “patrimoni destinati ad uno specifico affare” nella riforma del diritto societario*, in “*Contratto e impresa*”, Anno XIX, n. 1 Gennaio-Aprile 2003;

Marano G., *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, n. 57, giugno 2004;

Marcello R., Papaleo P. P., Pollio M., *I patrimoni e i finanziamenti destinati nelle S.p.A.*, Napoli, Sistemi Editoriali, 2006;

Marchese S., *Il bilancio del trustee: aspetti contabili*, in “*Trusts e attivit  fiduciarie*”, 2000;

Marchese S., *Trust immobiliare a scopo di garanzia di un prestito obbligazionario: i riflessi nel bilancio della società emittente*, in “*Trusts e attività fiduciarie*”, Luglio 2003;

Marino R., *La disciplina delle garanzie finanziarie. Profili innovativi*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006;

Menicucci M., *Patrimoni e finanziamenti destinati: responsabilità e tutela dei creditori dei terzi*, in “*Giurisprudenza commerciale*”, 2005, 32.2;

Mignone G., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in AA.VV, *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P., II, Bologna, Zanichelli, 2004;

Miller M., *Debt and Taxes*, in “*Journal of Finance*”, 32, 1977;

Minniti G. F., *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in “*Rivista di diritto commerciale*”, 1997, I;

Miscali M., *Aspetti fiscali del project financing*, Liuc Papers, n. 6, febbraio 1994;

Miscali M., *Il project financing. contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, in *Il Trattato*, diretto da Galgano F., 1995;

Miscali M., *I tratti giuridici delle operazioni di project financing*, in *Project financing*, a cura di Vaccà, Milano, 2002;

Modigliani M., Miller M. H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in “*American Economic Review*”, Volume XLVIII, June 1958, Number Three.

Modigliani F., Miller M., *Corporate Income taxes and the Cost of Capital: a Correction*, in “American Economic Review”, 53, 3, 1963;

Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, UTET, 2005;

Morbidelli G., (a cura di), *Finanza di progetto*, Torino, Giappichelli Editore, 2003;

Musaio A., *L'evoluzione della disciplina del bilancio ed i principi contabili*, in *Contabilità e Bilancio. Fondamenti e disciplina*, a cura di Fabbrini G., Musaio A., Milano, Franco Angeli, 2004;

Musaio A., *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, Milano, Franco Angeli, 2005;

Myers S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in “Journal of Financial Economics”, 5, 1977.

Myers S.C., Majluf N. S., *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors do not have*, in “Journal of Financial Economics”; 13;

Napolitano G., Mazzieri A., Napolitano D. (a cura di), *Il “project financing”*, Napoli, Jovene Editore, 2006;

Nevitt P.K., *Project financing*, London, 1980;

Nevitt P., *Project financing*, Serie Quaderni n. 15, Rivista Milanese di Economia, Editori Laterza, Milano 1983;

Nevitt P.K., Fabozzi F.J., *Project financing*, 7<sup>th</sup> edition, Euromoney Books, London, 2000;

Niutta A., *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, Milano, Giuffré Editore, 2006;

Onida P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1965;

Oppo G., *Le grandi opzioni della riforma e della società per azioni*, in “Rivista di diritto civile”, settembre-ottobre 2003;

Organismo Italiano di Contabilità, Documento n. 17 dei principi contabili *Il bilancio consolidato*, Milano, Giuffrè, 2005.

Organismo Italiano di Contabilità, Documento n. 22 dei principi contabili *Conti d'ordine*, Milano, Giuffrè Editore, Maggio 2005;

Organismo Italiano di Contabilità, Documento n. 28 dei principi contabili *Il patrimonio netto*, Milano, Giuffrè Editore, Maggio 2005;

Organismo Italiano di Contabilità, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè, 2005;

Organismo Italiano di Contabilità, Documento interpretativo n. 1 del Principio contabile 12 *Classificazione nel conto economico dei costi e ricavi*, Milano, Giuffrè Editore, 2006;

Paglietti C., *Profili civilistici del project financing*, in “Nuova Giurisprudenza Civile Commentata”, 2003, II;

Paris S., *Note introduttive*, Il project financing nelle opere di media dimensione, a cura di Comana M., Franco Angeli, Milano, 2003;

Patti A., *La rappresentazione in bilancio delle garanzie reali*, in “Il fallimento”, 2002, 9;

Pavletic S., *Il bilancio del trustee. Appunti sugli aspetti contabili e tributari del trasferimento di beni in trust*, <http://www.il-trust-in-italia.it/>;

Piccirilli E. M., *Il project financing nello scenario giuridico italiano*, in “Impresa”, 2002, 10;

Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in “Rivista delle società”, nov-dic. 2003;

Pisoni P., Puddu L., *Le analisi finanziarie: solidità e liquidità dell'impresa*, in "Impresa", n. 5, 31 maggio 2002;

Pontolillo V., *Aspetti economico-istituzionali del project financing. Problematiche ed esperienze in Italia*, in *Lezioni di finanza*, Milano, 2000, 73;

Presilla S., *I problemi di adattabilità del diritto al project financing e la legge ad esso applicabile*, in "Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza", 2004;

Presilla S., *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 di legislazione dottrina e giurisprudenza", 2004, volume 78;

Rabitti G. L., *Project finance e collegamento contrattuale*, in "Contratto e impresa", 1996, II;

Rabitti Bedogni C., *Patrimoni dedicati*, in "Rivista del notariato" 2002;

Rocco Di Torrepadula N., *Patrimoni destinati ed insolvenza*, in "Giurisprudenza Commerciale", 31.1, 2004;

Ross S. A., *The determination of Financial Structure: the Icentive Signalling Approach*, in "Journal of Economics", 8, 1977;

Rossi N., *Il bilancio nel sistema operante della impresa*, Milano, 1957;

Rubino De Ritis M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, *Il nuovo diritto societario* diretto da Abbadessa P., Portale G.B., 1, Torino, Utet, 2004;

Rumi G., *Securitisazione in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in “Giurisprudenza commerciale”, 2000, I;

Salamone L., *I “finanziamenti destinati”, tra separazione patrimoniale e garanzia senza spossessamento*, Il Nuovo diritto delle società, diretto da Abbadessa P., Portale G. B., 1, Torino, Utet, 2007;

Salvato C., *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti*, in Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali, a cura di Draetta U., Vaccà C., Milano, 1997;

Salvato C., *Le operazioni di project financing: struttura, soggetti, ruoli, tratti operativi*, in Il Project financing, a cura di Vaccà C., Egea, Milano 2002;

Salvatore L., *L'utilizzazione del trust al servizio dell'impresa*, in “Rivista del notariato”, Vol. LX, n. 1;

Sembri S. M., *Project financing. La finanza di progetto per la realizzazione di opere pubbliche*, in Trattato di diritto dell'economia, diretto da Piccozza E., Gabrielli E., Volume Terzo, Padova, Cedam, 2006;

Saverio B., *il Trust*, Milano, Giuffrè, 2001;

Scano D., *Project financing*, Giuffrè, Milano, 2006;

Scotti Camuzzi S., *Il project financing come strumento di realizzazione di opere pubbliche*, Milano, Giuffrè Editore, 2001;

Shah S, Takor A. V., *Optimal Capital Structure and Project finance*, in “Journal of Economic Theory”, 42, 1987;

Sorge M., *La natura del rischio di credito nel project finance*, in “Rassegna trimestrale BRI”, dicembre 2004;

Spinelli D., *Project financing e dialogo competitivo*, in Atti del Seminario “Le nuove direttive europee degli appalti pubblici ed i partenariati pubblico-privati”, Bruxelles 16-17 febbraio 2006;

Stella Richter, *I patrimoni “dedicati” nel diritto delle società per azioni: appunti sulle prospettive di riforma*, [www.associazionepreite.it/attivita0.3htm](http://www.associazionepreite.it/attivita0.3htm);

Stulz M.R. M., *Managerial Discretion and optimal Financing Policies*, in “Journal of Financial Economics”, 26, 1990;

Uckmar V., *Aspetti giuridici e fiscali del project financing*, in “Diritto e pratica tributaria”, 2002, n. 5;

Unità Tecnica della Finanza di Progetto, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, maggio 2002;

Vacca C., *Il project financing*, Egea, Milano 2002;

Venuti M., *Il principio della funzione economica nella redazione del bilancio*, in “Le società”, 2004;

Verna G., *Il bilancio tra riforma della società e introduzione dei principi contabili internazionali*, in “Rivista dei dottori commercialisti”, n. 3, 2002;

Verna G., *Osservazione sulla rappresentazione contabile dei patrimoni destinati a specifici affari*, [www.ipsoa.it](http://www.ipsoa.it);

Vianello V., *Istituzioni di ragioneria generale*, Milano, 1935;

Vicari A., voce *Trust di protezione patrimoniale*, in *I trust interni*, CD-Rom edito dall’Associazione *Il trust in Italia*, 2002;

World Bank, *World Development Report 1994*, New York, Oxford University Press;

Wynant L., *Essential elements of project financing*, in “Harvard Business Review”, May-June 1980;

Zappa G., *Il reddito di impresa*, Giuffré, Milano, 1937;

Zappa G., *Le produzioni nell’economia delle imprese*, Giuffré, Milano, 1956;

Zimmermann R., *The Law of Obligations*, Jura, 181 – 186, 1990;

Zoppini A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in “Rivista di Diritto Civile”, 2002, I;

Zoppini A., *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, in “Fiducia e trust”, n. 1-2003;

Zoppini A., *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, [www.dirittoestoria.it](http://www.dirittoestoria.it)