

Ottobre 2014

## Il Decreto 133/2014 e la “nuova” disciplina dei project bond

Avv. Marco Cerritelli, Partner, Head of Project & Asset Finance, CBA Studio Legale e Tributario

**Sommario:** 1. Introduzione; 2. Il Decreto 133/2014 e le modifiche al Codice dei Contratti Pubblici; 3. Profili soggettivi: gli emittenti; 4. Profili soggettivi: gli investitori qualificati; 5. Profili soggettivi (segue): le società (e gli altri soggetti giuridici) controllati; 6. Il regime di circolazione dei titoli; 7. L'informazione al pubblico circa l'“elevato” profilo di rischio dell'operazione; 8. Estensione delle disposizioni in materia di bancabilità; 9. Deroghe in materia di diritto societario; 10. Costituzione di garanzie e novella dell'art. 2414-bis; 11. Regime tributario; 12. La disciplina delle garanzie a beneficio dei sottoscrittori dei titoli; Allegato 1 \ modifiche al codice dei contratti pubblici; Allegato 2 \ modifiche all'art. 1 del dl 22 giugno 2012, n. 83; Bibliografia.

### 1. Introduzione

Prevista all'art. 37-*sexies* nell'ambito delle modifiche alla “legge quadro” introdotte dalla novella del 1998 in materia di finanza di progetto, la facoltà riservata alle società di progetto costituite in forma di società per azioni di effettuare emissioni obbligazionarie (“*purché garantite pro quota mediante ipoteca*”) in deroga ai limiti civilistici è rimasta a lungo norma inattuata nel nostro ordinamento.

Militavano in senso avverso ragioni tecniche e di mercato. Incisive e limitanti le condizioni cui la legge subordinava l'emissione<sup>1</sup>. La disponibilità di fonti di debito offerta dal sistema bancario (e relativa convenienza sia in termini di *pricing* che di

---

<sup>1</sup> Tra cui, di sicuro rilievo pratico, quella costituita dalla necessità di concedere ipoteca *pro-quota* sui beni della società emittente (o di terzi). Tale limite, secondo un diffuso convincimento ampiamente confermato dalla prassi, rendeva di fatto inattuabile la previsione legislativa, essendo poco plausibile che le società costituite al fine di realizzare e gestire interventi infrastrutturali fossero sin dall'avvio della propria attività dotate di consistenza patrimoniale capace, tra l'altro, di essere oggetto di ipoteca. Laddove tali garanzie fossero state concesse da terzi si sarebbe snaturata la natura stessa degli interventi di finanza di progetto, dimidiando l'elemento della assenza (o limitazione) di rivalsa nei confronti del patrimonio (o di elementi del patrimonio) di soggetti terzi.

contenimento del rischio di *underwriting*) unitamente alla (asserita<sup>2</sup>) maggior elasticità del finanziamento bancario a lungo termine per cassa sembravano inoltre meglio intonarsi ad un mercato delle concessioni in fase di lento e non sempre agevole sviluppo. Il modello di intermediazione storicamente radicato nel Paese, incentrato sul rapporto banca-impresa e connotato da un modesto ricorso al mercato dei capitali, non alimentava infine l'emulazione di strutture finanziarie alternative basate (in tutto o in parte) su emissioni *wrapped* da parte di assicurazioni *monoline* che pure negli stessi anni era possibile osservare applicate con regolarità in altre giurisdizioni.

La crisi finanziaria emersa nel biennio 2007/2008, unitamente alla successiva crisi del debito sovrano, hanno tuttavia radicalmente modificato i paradigmi teorici ed i fondamentali economici su cui si basavano i modelli di finanziamento privato delle infrastrutture. L'introduzione di strumenti e vincoli di vigilanza prudenziale ed i persistenti fenomeni di razionamento del credito hanno indotto un profondo e radicale ripensamento di tali modelli<sup>3</sup>. In tale contesto, sia a livello comunitario in seno alla *European 2020 project bond initiative*<sup>4</sup> che a livello domestico, nel corso degli ultimi anni si sono sviluppate iniziative, di volta in volta di *policy*, di *soft law* o legislative, volte a favorire un più esteso ricorso al mercato dei capitali per il finanziamento degli investimenti in partenariato pubblico privato.

Si collocano in questo alveo gli interventi di progressiva evoluzione della disciplina dei *project bond* disposti dal legislatore a far data dal 2012 con l'intento dichiarato di agevolare la captazione di risorse e capitali privati nell'investimento dei progetti infrastrutturali<sup>5</sup>.

Al riguardo, si rammenta la prima novella dell'art. 157 del Codice dei Contratti disposta con decreto-legge 1/2012 (c.d. "**Decreto Liberalizzazioni**" o "**Cresci Italia**"),

---

<sup>2</sup> Rispetto al teorico *negative carry* di un'emissione non strutturata mediante richiami correlati all'andamento dei fabbisogni, e quindi alla curva di produzione dei SAL per i progetti *greenfield*.

<sup>3</sup> Cfr. EPEC, *Capital markets in PPP financing. Where we were and where are we going*, March 2010; EPEC, *Financing PPPs with project bonds. Issues for public procuring authorities*, October 2012; EUROPEAN INVESTMENT BANK, *An outline guide to Project Bonds Credit Enhancement and the Project Bond Initiative*, 21 December 2012.

<sup>4</sup> Al riguardo, si rinvia a *Stakeholder Consultation Paper, on the Europe 2020 Project Bond Initiative* del 28 febbraio 2011 a cui è seguita una vivace consultazione pubblica e la comunicazione 660 del 19 ottobre 2011 "*A pilot for the Europe 2020 Project Bond Initiative*". 2012 OECD Forum – *Long-term Investment Roundtable – Policies for a new infrastructure investment model*, 23 May 2012, Paris, FRANCO BASSANINI, *Public policies to enhance project finance and PPP in Europe*.

<sup>5</sup> Per una rassegna cfr. BASSANINI F., DEL BUFALO G., REVIGLIO E., *Financing Infrastructure in Europe. Project Bonds, Solvency II and the "Connecting Europe" Facility*, Paper prepared in occasion of the "Eurofi Financial Forum 2011" held in Wroclaw, Poland on 15th - 16th September; BASSANINI F., REVIGLIO E., *Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investment after the Crisis*, OECD Journal: Financial Markets Trends, vol. 1, i. 1, OECD, 2011; BOMPANI A., CATELANI E., *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Franco Angeli, 2012.

convertito in legge 27/2012<sup>6</sup>, che provvede ad una ri-definizione delle caratteristiche dello strumento, ampliando l'ambito soggettivo di applicazione anche ai contratti di partenariato pubblico privato, alle reti di trasporto ed ai siti di stoccaggio gas nonché alle reti di trasmissione. Viene altresì rimosso l'anacronistico (e di non agevole interpretazione) frammento del primo comma che subordinava l'emissione dei titoli alla "previa autorizzazione degli organi di vigilanza"<sup>7</sup>.

Il successivo decreto-legge 83/2012 (c.d. "**Decreto Sviluppo**"), convertito in legge 134/2012 ha introdotto (sia pure inizialmente solo in fase transitoria) un regime fiscale agevolato, equiparando ai titoli di Stato la ritenuta applicabile agli interessi (i.e. 12,50%) e prevedendo specifiche agevolazioni per le imposte d'atto. Si rimuovono altresì i limiti di deducibilità degli interessi passivi<sup>8</sup>.

Con decreto ministeriale del 7 agosto 2012, attuativo delle disposizioni in materia di *project bond*, vengono infine disposte misure di dettaglio volte a regolare la prestazione di garanzie a favore degli investitori. Il novero degli interventi si arricchisce con decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221 (c.d. "**Decreto Sviluppo bis**").

Da ultimo, avvertendo l'esigenza di imprimere un'ulteriore e convinta accelerazione allo sviluppo del mercato di questa tipologia di titoli, il legislatore è ulteriormente intervenuto con decreto-legge 133/2014 ("**Decreto Sblocca Italia**") al fine di coordinare il plesso dei provvedimenti adottati nel corso del 2012 e completare la disciplina organica dei *project bond*.

## **2. Il Decreto 133/2014 e le modifiche al Codice dei Contratti Pubblici**

Come accennato, il Decreto Sblocca Italia<sup>9</sup> all'art. 13 (*misure a favore dei project bond*) interviene sull'impianto del Codice dei Contratti Pubblici apportando significative modifiche alla disciplina dei *project bond*, contemplata all'art. 157 (*Emissione di obbligazioni da parte di società di progetto*). Il medesimo articolo 13 (*misure a favore dei project bond*) del decreto in commento precisa altresì il regime fiscale applicabile alle operazioni.

---

<sup>6</sup> Illustrato da MANGANI R., "Rilancio dei project bond, Pf per l'edilizia carceraria e nuove regole per il subentro" in *Edilizia e Territorio*, 5/2012, pag. 6 e ss.

<sup>7</sup> Cfr. art. 4, comma primo, decreto-legge 24 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni, dalla legge 24 marzo 2012, n. 27. Si rammenta che ai sensi dell'art. 41, comma terzo, del medesimo decreto, le disposizioni dell'articolo in commento di applicano anche alle società già costituite alla data di entrata in vigore della legge di conversione.

<sup>8</sup> Per una più ampia disamina si rinvia a GIOVANNELLI M., "Le novità del Decreto Sviluppo" in *Urbanistica e appalti*, 10 / 2012, p. 981.

<sup>9</sup> In attesa di conversione.

In estrema sintesi, e con riserva di illustrare più diffusamente i singoli provvedimenti nei paragrafi che seguono, il Decreto Sblocca Italia<sup>10</sup>:

- (a) specifica la nozione di “*investitori qualificati*” cui è riservata la detenzione e circolazione dei *project bond*, coordinando tale definizione coi regolamenti Consob emanati in attuazione del Testo Unico Finanziario (TUF, di cui al d.lgs. n. 98 del 1998). Con intervento novativo, la disposizione prevede che per “*investitori qualificati*” debbano intendersi anche le società e gli altri soggetti giuridici controllati da investitori qualificati;
- (b) interviene sul regime di circolazione dei *project bond*, che cessano di essere nominativi e potranno essere dematerializzati;
- (c) elimina l’onere di riportare anche sul titolo l’avvertimento circa l’elevato profilo di rischio associato all’operazione;
- (d) chiarisce che ai titolari di obbligazioni e titoli simili si applica la disciplina concernente il subentro nella concessione, il privilegio sui crediti e il limite di riduzione del canone di disponibilità;
- (e) integra la disciplina delle garanzie prestate a vantaggio dei sottoscrittori di *project bond*, precisando che potranno essere costituite sia in favore dei sottoscrittori, sia di un loro rappresentante;
- (f) quanto al regime fiscale degli atti di costituzione e trasferimento di garanzia, si estende l’applicazione dell’imposta di bollo in misura agevolata (misura fissa pari a 200 euro) alle sostituzioni e ai trasferimenti di garanzie, anche qualora derivino dalla cessione delle predette obbligazioni e titoli di debito;
- (g) viene infine resa strutturale l’applicazione dell’aliquota agevolata al 12,5 per cento sugli interessi delle obbligazioni di progetto emesse per finanziare gli investimenti in infrastrutture o nei servizi di pubblica<sup>11</sup>.

### **3. Profili soggettivi: gli emittenti**

L’art. 157 (*Emissione di obbligazioni da parte di società di progetto*), come modificato dal plesso dei provvedimenti normativi attuati nel corso del 2012, definisce il perimetro dei soggetti emittenti<sup>12</sup>, prevedendo che al fine di realizzare una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità, possano emettere obbligazioni e titoli di debito, anche in deroga ai limiti di cui agli articoli 2412 e 2483 del codice civile:

<sup>10</sup> Cfr. Camera dei Deputati, Schede di Lettura, n. 220/1, Roma, 23 settembre 2014.

<sup>11</sup> Già illustrata, nella sua fase di applicazione transitoria, da QUARANTA A., “Project Bond: un nuovo strumento per il rilancio delle infrastrutture?” in *Ambiente e sviluppo*, 4/2013, p. 339.

<sup>12</sup> Su cui si sofferma SARTORI A., *I project bond in Italia: problemi e prospettive*, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, Centro di ricerche in analisi economica e sviluppo economico internazionale, ottobre 2013.

- (a) le società di progetto di cui all'articolo 156;
- (b) le società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato ai sensi dell'articolo 3, comma 15-ter;
- (c) le società operanti nella gestione dei servizi pubblici locali a rete di rilevanza economica (di cui all'articolo 3-bis del decreto-legge 13 agosto 2011, n. 138, convertito, con modificazioni, dalla legge 14 settembre 2011, n. 148);
- (d) le società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture di trasporto di gas e delle concessioni di stoccaggio (di cui agli articoli 9 e 11 del decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164);
- (e) le società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture facenti parte del Piano di sviluppo della rete di trasmissione nazionale dell'energia elettrica;
- (f) le società titolari delle autorizzazioni per la realizzazione di reti di comunicazione elettronica (di cui al decreto legislativo 1° agosto 2003, n. 259);
- (g) le società titolari delle licenze individuali per l'installazione e la fornitura di reti di telecomunicazioni pubbliche (di cui all'articolo 6 del d.P.R. 19 settembre 1997, n. 318, come modificato dal d.P.R. 1° agosto 2002, n. 211);
- (h) le società titolari delle autorizzazioni per la costruzione e l'esercizio di terminali di rigassificazione di gas naturale liquefatto (di cui all'articolo 46 del decreto-legge 1° ottobre 2007, n. 159, convertito, con modificazioni, dalla legge 29 novembre 2007, n. 222).

Sotto il profilo sistematico, pertanto, la disciplina in commento identifica due ambiti soggettivi ben distinti. Da un lato, gli emittenti costituiti in forma di società di progetto e di società titolari di contratti di PPP. Dall'altro, i soggetti – costituiti in forma societaria – impegnati nella realizzazione di investimenti infrastrutturali in specifici settori industriali, quali quelli dei servizi pubblici locali, del gas, dell'energia elettrica e delle telecomunicazioni, attuati anche in forme diverse dai contratti di partenariato. L'estensione del perimetro soggettivo da parte del decreto-legge 24 gennaio 2012, n.1 e, successivamente, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 79 è volto – tra l'altro – ad allineare i settori di intervento a quelli delineati dalle iniziative di sostegno agli investimenti a livello europeo quali la *project bond initiative*<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Auspicata da CIACCIA M., *Project bond per favorire le grandi infrastrutture*, Intervista di Grazia Ippolito, *Quotidiano di Sicilia*, 20 ottobre 2012; DEL FANTE M., *Project bond: uno strumento per il mercato delle infrastrutture*, 19 luglio 2012. Presentazione tenuta in occasione del Convegno "Project bond: uno strumento per il mercato delle infrastrutture", tenutosi a Roma il 19 luglio 2012; CRIALESI G., "Project Bond: la fase pilota dei prestiti infrastrutturali 2012-2013" in *Finanziamenti su misura news*, 8-9 / 2012, p. 15.

La novella del 2012, confermata dalle disposizioni del Decreto Sblocca Italia, estende la facoltà di emettere strumenti di debito anche alle società a responsabilità limitata tramite “*titoli di debito*”.

#### **4. Profili soggettivi: gli investitori qualificati**

In particolare, la norma in commento precisa la nozione di “*investitori qualificati*” cui è riservata la detenzione e circolazione dei titoli, specificando che si intendono tali i soggetti definiti dall’articolo 100<sup>14</sup> del D.Lgs. n. 58 del 1998, in luogo di quelli individuati dal relativo “regolamento di attuazione” (regolamento emittenti).

Sotto il profilo definitorio, l’investitore “qualificato” è considerato tale – ai fini fiscali e finanziari – perché possiede conoscenze e competenze adeguate per assumere decisioni di investimento e valutare i relativi rischi.

In particolare, il già citato regolamento emittenti della Consob (articolo 34-ter, comma 1 del regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato nel tempo) definisce come “investitori qualificati” i soggetti individuati dall’articolo 26, comma 1, lettera *d*) del regolamento intermediari (regolamento adottato con delibera n. 16190 del 2007, anch’esso successivamente modificato) e, in particolare i cd. “clienti professionali”, sia pubblici che privati, individuati nell’Allegato 3 del medesimo regolamento intermediari.

Il predetto Allegato 3 individua due categorie di clienti professionali: i cd. “clienti professionali di diritto”, per i quali la qualifica discende direttamente dalla norma, ed i “clienti professionali su richiesta”; essi sono tali perché gli intermediari possono riservare loro il medesimo trattamento previsto per i clienti professionali “di diritto”, purché ne facciano espressa richiesta e siano rispettati specifici criteri e procedure.

Il predetto allegato 3 enumera tra gli investitori qualificati “di diritto” gli intermediari autorizzati a operare sui mercati finanziari, dunque le banche, le imprese di investimento e di assicurazione, gli OICR, le SGR, le Sicav, i negozianti sui mercati aderenti a servizi di liquidazione o a sistemi di compensazione e garanzia, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; gli agenti di cambio, gli investitori istituzionali che investono in strumenti finanziari, nonché le imprese che superino certi limiti dimensionali.

#### **5. Profili soggettivi (segue): le società (e gli altri soggetti giuridici) controllati**

L’articolo 13, comma primo, lettera a), n. 1 del Decreto Sblocca Italia, nell’ambito delle misure volte ad incentivare una più ampia diffusione dello strumento<sup>15</sup>, estende la platea

<sup>14</sup> E pertanto, a mente dell’art. 100, comma 1, lettera *a*) del TUF, la norma identifica gli investitori qualificati definiti dalla Consob con regolamento, in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie.

<sup>15</sup> Affrontava l’argomento, tra l’altro, il volume di BOMPANI A., CATELANI E., *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Franco Angeli, 2012.

dei possibili investitori, oltre agli “*investitori qualificati*” come definiti dal Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, anche alle società controllate da tali soggetti ai sensi dell’art. 2359 c.c.<sup>16</sup>.

## **6. Il regime di circolazione dei titoli**

Secondo il tenore originario della norma (cfr. art. 37 *sexies*, legge n. 109/1994, poi testualmente ripreso dall’art. 157 (*emissione di obbligazioni da parte delle società di progetto*) del d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163), le obbligazioni emesse potevano essere alternativamente “*nominative o al portatore*”.

La novella del 2012, eliminando l’onere della garanzia ipotecaria a fronte di un regime di circolazione riservato ai soli investitori qualificati<sup>17</sup>, aveva disposto che i titoli in argomento fossero esclusivamente “*nominativi*”.

Al riguardo, l’art. 13, comma primo, del Decreto Sblocca Italia interviene introducendo ulteriori modifiche, precisando che i titoli “*possono essere dematerializzati*”<sup>18</sup> ed eliminando nel contempo la precedente previsione per cui i titoli medesimi debbono essere “*nominativi*”. La relazione di accompagnamento del provvedimento, nell’illustrare il contenuto della disposizione in commento, invoca la necessità di perseguire “*la migliore fruibilità sul mercato dei capitali*”. Al riguardo non può tuttavia non segnalarsi come l’eliminazione del riferimento alla nominatività dei titoli abbia suscitato, in sede di prima lettura del provvedimento, talune osservazioni da parte dell’ANAC<sup>19</sup>.

## **7. L’informazione al pubblico circa l’“elevato” profilo di rischio dell’operazione**

Il provvedimento, intervenendo sul comma secondo dell’art. 157 (*Emissione di obbligazioni da parte di società di progetto*), modifica gli adempimenti in materia di rappresentazione del profilo di rischio. In particolare, la novella elimina il previgente obbligo di riportare (anche) sul titolo uno specifico avvertimento circa l’“*elevato*”

---

<sup>16</sup> Il primo comma del richiamato articolo stabilisce che 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.

<sup>17</sup> Nel presupposto che questi ultimi, per la propria natura di investitori professionali, siano di per sé in grado di ponderare il tenore di rischio riveniente dalla sottoscrizione di titoli emessi in deroga ai limiti quantitativi previsti dal codice civile.

<sup>18</sup> La dematerializzazione dei titoli comporta la soppressione del supporto cartaceo, per cui la circolazione del credito avviene attraverso operazioni di giroconto contabile e non tramite la materiale consegna del titolo; tale disposizione appare in linea con la progressiva perdita di importanza del supporto cartaceo nei titoli di credito che ha interessato prevalentemente i titoli azionari ed obbligazionari.

<sup>19</sup> Al riguardo, cfr. Lettera trasmessa al Pres. dell’VIII (Ambiente e Ip) On. Realacci da parte del Pres. dell’Anac Raffaele Cantone, Roma, 2 ottobre 2014.

profilo di rischio associato all'operazione<sup>20</sup>. Tale onere rimane, ma viene circoscritto alla sola documentazione di offerta, che dovrà riportare chiaramente ed evidenziare distintamente un avvertimento circa il grado di rischio che connota l'investimento.

In vigore della precedente disciplina, parte della dottrina si era orientata nell'interpretare il rafforzamento dell'obbligo di informazione in connessione con l'erosione dei limiti quantitativi disposti dalle disposizioni del codice civile in merito all'ammontare del prestito obbligazionario.

Sotto il profilo sistematico, vale la pena rammentare che anteriormente alla novella del 2012 gli obblighi di informativa dovevano dispiegarsi “secondo modalità stabilite con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro delle Infrastrutture”, mai emanato. Il legislatore del 2012 rimuove l'inciso, di tal che il tenore degli obblighi di informazione è oggi riconducibile alla normativa ordinaria in materia di emissioni.

## **8. Estensione delle disposizioni in materia di bancabilità**

Con il decreto “Sblocca-Italia”, il legislatore ha altresì provveduto ad introdurre talune modifiche agli articoli 159 (*subentro*) 160 (*privilegio sui crediti*) e 160-ter (*Contratto di disponibilità*) del Codice dei Contratti Pubblici, essenzialmente volte a chiarire espressamente che le disposizioni in materia di bancabilità ivi contenute a vantaggio degli “enti” o dei “soggetti” finanziatori devono intendersi estese anche ai “titolari di obbligazioni e titoli similari”<sup>21</sup>.

Invero, essendo le obbligazioni ed i titoli strumenti di raccolta di mezzi di debito (e quindi volti a finanziare gli investimenti realizzati dal concessionario e/o dalla società titolari di un contratto di PPP), anche prima della novella non sembrava potersi dubitare in diritto che il regime delle cautele fosse destinato a trovare concreta applicazione anche con riferimento a tale classe di creditori. La norma fugò ogni residua incertezza, contemplando espressamente tali soggetti nell'ambito dei beneficiari.

Così la novella estende anche ai crediti nascenti dalla “sottoscrizione di obbligazioni e titoli similari” il privilegio generale contemplato a mente dell'art. 160 (*privilegio sui crediti*) del Codice dei Contratti Pubblici. Di intento parimenti dichiarativo sembra essere l'ulteriore inciso, volto a chiarire che tra i beni mobili oggetto di privilegio debbano ritenersi compresi altresì “i crediti”.

Del pari, si specifica che i diritti in materia di subentro (*step-in*) di cui all'art. 159 (*subentro*) del Codice dei Contratti Pubblici, precedentemente riservati ai soli “enti

<sup>20</sup> Ne fa cenno ZARBO S., “I project bond per finanziare le grandi opere infrastrutturali” in *Finanziamenti su misura news*, 10 / 2012, p. 17.

<sup>21</sup> Su cui si erano già soffermati LATHAM & WATKINS, *La nuova disciplina del project bond nel finanziamento delle infrastrutture*, Client Alert, n. 1365, 16 luglio 2012; NORTON ROSE, *Operatività dei Project bond - Aspetti pratici e principali novità*, aprile 2013; CAPUANO M., *Project bond e finanziamento delle infrastrutture*, mimeo, Milano, 14 giugno 2012.

*finanziatori*”, devono ritenersi estesi anche ai “*titolari di obbligazioni e titoli similari emessi dal concessionario*”, di tal che anche gli obbligazionisti (o il loro rappresentante comune) potranno esercitare i diritti di intervento volti ad impedire la risoluzione del rapporto concessorio, designando una società che subentri nella concessione in luogo del concessionario e che dovrà essere accettata dal soggetto concedente a condizione che: (a) la società designata abbia caratteristiche tecniche e finanziarie sostanzialmente corrispondenti a quelle previste nel bando di gara o negli atti in forza dei quali la concessione è stata affidata, avendo comunque riguardo alla situazione concreta del progetto ed allo stato di avanzamento dello stesso alla data del subentro; e (b) l’inadempimento del concessionario che avrebbe causato la risoluzione cessi entro i novanta giorni successivi alla scadenza del termine individuato nel contratto o, in mancanza, assegnato dall’amministrazione aggiudicatrice nella comunicazione scritta agli enti finanziatori della intenzione di risolvere il rapporto.

Maggior rilievo, sotto un profilo sistematico, sembra potersi annettere alla modifica introdotta al successivo comma 2-*bis* dell’articolo 159 (*subentro*) del Codice dei Contratti Pubblici in commento, destinata ad estendere la disciplina dello *step-in* alle “*società titolari di qualsiasi contratto di partenariato pubblico privato*” e pertanto anche al di fuori del perimetro degli affidatari costituiti in forma di “*società di progetto*”.

Una specifica disposizione è infine volta ad integrare la disciplina sostanziale del contratto di disponibilità, prevedendo al comma sesto dell’art. 160-ter (*Contratto di disponibilità*) del Codice dei Contratti Pubblici che la indicazione nel “*contratto*” del limite di riduzione del canone di disponibilità superato il quale il contratto è risolto, debba intendersi a salvaguardia “*anche...dei titolari di titoli*” emessi ai sensi dell’art. 157 (*Emissione di obbligazioni da parte delle società di progetto*) del Codice dei Contratti Pubblici.

## **9. Deroghe in materia di diritto societario**

Il Decreto Sblocca Italia interviene altresì nel precisare l’ambito di applicazione di (nonché le deroghe ad) alcune disposizioni dettate dal codice civile in materia societaria.

Già il legislatore del 2012 (grazie alle modifiche del decreto-legge 24 gennaio 2012, n. 1, convertito nella Legge 24 marzo 2012, n. 27) aveva provveduto ad ampliare, derogandoli, i limiti fissati dall’art. 2412 (*limiti all’emissione*) e (ora esplicitamente anche) dall’art. 2483 (*Emissione di titoli di debito*) c.c., rispettivamente con riferimento all’emissione di obbligazioni nella S.p.A. e di titoli di debito nella S.r.l. nell’ipotesi in cui tali obbligazioni e titoli fossero destinati alla sottoscrizione da parte di “*investitori qualificati*”. Nel novero delle riferite misura appare di particolare rilievo l’ampliamento della deroga anche all’emissione di titoli di debito delle società a responsabilità limitata,

oggi espressamente previsto dalla norma in commento<sup>22</sup>.

Il Decreto Sblocca Italia conferma all'art. 157 del Codice dei Contratti Pubblici che le obbligazioni ed i titoli di debito possano essere emessi “*anche in deroga ai limiti di cui agli articoli 2412 e 2483 del codice civile*” e pertanto anche per importi eccedenti il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato della società.

La norma, nella forma novellata, introduce altresì alcune importanti precisazioni in materia di riduzione del capitale, escludendo infatti l'applicazione ai *project bond* degli articoli 2413 (*Riduzione del capitale*), e da 2414-bis (*Costituzione delle garanzie*), commi 1 e 2 e da 2415 (*Assemblea degli obbligazionisti*) a 2420 (*Sorteggio delle obbligazioni*) del codice civile<sup>23</sup>.

#### **10. Costituzione di garanzie e novella dell'art. 2414-bis**

Al fine di agevolare la strutturazione delle operazioni di finanziamento, l'art. 13, comma primo, lettera(a), n. 4) del Decreto Sblocca Italia introduce un nuovo comma 4-*bis* all'art. 157 del Codice dei Contratti Pubblici, a mente del quale le garanzie, reali e personali e di qualunque altra natura incluse le cessioni di credito a scopo di garanzia che assistono le obbligazioni e i titoli di debito possono essere costituite in favore dei sottoscrittori o anche di un loro rappresentante che sarà legittimato a esercitare in nome e per conto dei sottoscrittori tutti i diritti, sostanziali e processuali, relativi alle garanzie medesime.

Molto opportunamente, con norma di coordinamento al successivo comma secondo, il medesimo art. 13 provvede ad integrare la disciplina dell'art. 2414-*bis* (*Costituzione delle garanzie*) del codice civile, precisando – con norma di generale applicazione – che le garanzie reali e personali e di qualunque altra natura e le cessioni di credito in garanzia, che assistono i titoli obbligazionari possono essere costituite in favore dei sottoscrittori delle obbligazioni o anche di un loro rappresentate che sarà legittimato ad esercitare in nome e per conto dei sottoscrittori tutti i diritti, sostanziali e processuali, relativi alle garanzie medesime.

---

<sup>22</sup> Al riguardo, vigente il testo originario dell'art. 157 e in mancanza di un'espressa previsione, si era infatti dubitato della possibilità di un'applicazione estensiva della norma alla S.r.l., vedi CLARICH, *Commentario al Codice dei Contratti Pubblici*, Torino, 2010, 812.

<sup>23</sup> L'articolo 2413 del Codice civile vieta alla società emittente di ridurre volontariamente il capitale sociale o distribuire riserve se, rispetto all'ammontare delle obbligazioni ancora in circolazione, non si rispetti il limite di cui al primo comma dell'articolo 2412, ovvero se sono state emesse obbligazioni al portatore o nominative per una somma eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Se la riduzione del capitale sociale è obbligatoria, o le riserve diminuiscono in conseguenza di perdite, non possono distribuirsi utili sinché l'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili non eguagli la metà dell'ammontare delle obbligazioni in circolazione.

## 11. Regime tributario

Particolarmente incisivi appaiono gli interventi in materia tributaria<sup>24</sup>. Al riguardo, il comma terzo dell'art. 13 (*Misure a favore dei project bond*) del DL 133/2014 apporta talune modifiche all'art. 1 del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83.

Segnatamente, la novella dispone che le garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione alle emissioni di obbligazioni e titoli di debito nonché le relative eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali emissioni, nonché i trasferimenti di garanzie anche conseguenti alla cessione delle predette obbligazioni e titoli di debito, siano assoggettate alle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa (i.e. Euro 200,00).

Con intervento altrettanto opportuno, il legislatore ha disposto l'abrogazione del comma quarto dell'art. 1 del riferito decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, rendendo per l'effetto strutturale l'applicazione dell'aliquota agevolata al 12,5 per cento sugli interessi dei titoli in parola (in luogo dell'aliquota ordinaria (ad oggi pari al 26,00%) prevista in via generale a mente dell'art. 3 del decreto-legge n. 66/2014).

Si rammenta che la norma abrogata contemplava una limitazione di ordine temporale all'applicazione del descritto regime agevolato, riservato alle sole emissioni obbligazionarie disposte nei tre anni successivi alla data di entrata in vigore del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, e pertanto destinato a trovare applicazione per i soli titoli emessi entro il 26 giugno 2015.

## 12. La disciplina delle garanzie a beneficio dei sottoscrittori dei titoli

Come ricordato, il comma terzo dell'art. 157 (*Emissione di obbligazioni da parte di società di progetto*) del Codice dei Contratti Pubblici, come novellato dal DL 24 gennaio 2012, n. 1 ed integrato – quanto alla disciplina sostanziale – dal decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, statuisce che “*le obbligazioni ed i titoli di debito...possono essere garantiti dal sistema finanziario, da fondazioni e da fondi privati*”. Il legislatore rinviava poi ad un successivo decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro delle infrastrutture e dei Trasporti, la definizione delle concrete “*modalità*” di attuazione delle garanzie in argomento.

Al contrario della sorte riservata a molte norme di attuazione del Codice dei Contratti Pubblici, il provvedimento in commento è stato tempestivamente adottato con Decreto ministeriale 7 agosto 2012<sup>25</sup>, recante “*modalità per la prestazione delle garanzie sulle*

<sup>24</sup> Per una sintesi della disciplina tributaria previgente il DL 133/2014 cfr. AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 4/E*, 6 marzo 2013. Sul tema si v. inoltre RIBACCHI E., “Project bond e strumenti di finanziamento per le PMI”, in *Pratica Fiscale e Professionale*, 29 / 2012, p. 33; CACCIA R., DI PILLO V., *I project bond: profili civilistici, contabili e fiscali*, in «Bilancio&imposte», n. 1, 2013.

<sup>25</sup> Pubblicato in G.U.R.I. n. 210 (SG) del 8.9.2012.

*obbligazioni e sui titoli di debito, di cui all'articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, concernente l'emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte di società di progetto – project bond*” (il “**Decreto Garanzie**”). Per completezza di esposizione, ed al fine di consentire al lettore un inquadramento sistematico della disciplina della materia, se ne riportano nel seguito i principali contenuti, in taluni casi anticipatori del contenuto degli interventi operati sulle disposizioni del Codice dei Contratti Pubblici dallo “Sblocca-Italia”.

Gli intenti dichiarati del provvedimento (cfr. art. 1) sono quelli di integrare la disciplina codicistica al fine di perseguire una maggior appetibilità delle emissioni “domestiche” sul mercato dei capitali<sup>26</sup>. A tal fine la norma prevede che “*le obbligazioni ed i titoli di debito*” possano “*essere assistiti da specifiche garanzie al fine di consentire una riduzione del rischio assunto dai sottoscrittori ed il conseguente miglioramento del merito di credito della relativa emissione*”. Il Decreto Garanzie ribadisce che i titoli possono “*essere sottoscritti e circolare esclusivamente presso gli investitori qualificati*”, riflettendo – ove occorrer possa – il medesimo regime contemplato a mente del primo comma dell’art. 157 del Codice.

Quanto all’ambito soggettivo di applicazione (cfr. art. 3 (*soggetti garanti*)), il provvedimento specifica che le garanzie potranno essere prestate dalle seguenti categorie di soggetti:

- (a) banche italiane e comunitarie, nonché banche extracomunitarie autorizzate ad operare in Italia con o senza stabilimento di succursale;
- (b) intermediari finanziari iscritti nell’albo di cui all’Articolo 106 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 (il “**TUB**”), e sino all’entrata in vigore delle disposizioni del Titolo V del TUB, come modificato dal decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141, gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco speciale di cui all’Articolo 107 del medesimo TUB;
- (c) imprese di assicurazione autorizzate ovvero ammesse in regime di libera prestazione dei servizi all’attività di assicurazione relativa al ramo danni per le classificazioni 14 (*Credito*) e 15 (*Cauzione*), di cui all’Articolo 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 (*Codice della assicurazioni private*), e successive modificazioni, iscritte all’Albo delle imprese istituito presso l’Ivrap (ex ISVAP);
- (d) Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.;
- (e) SACE S.p.A.; e
- (f) Banca Europea degli Investimenti.

---

<sup>26</sup> Per un commento si rinvia a ZARBO S., “Le caratteristiche delle garanzie dei project bond” in *Finanziamenti su misura news*, 11 / 2012, p. 19.

Il Decreto Garanzie rinvia ad un successivo decreto interministeriale la definizione delle modalità di rilascio delle garanzie da parte delle fondazioni e dei fondi privati.

Con linguaggio anticipatorio rispetto alla novella da ultimo introdotta attraverso il Decreto Sblocca Italia, il provvedimento forniva importanti indicazioni circa l'ambito oggettivo di applicazione. In particolare, quanto alla durata, con riferimento ai progetti *greenfield* si prevede che le garanzie possano essere rilasciate per una durata corrispondente al periodo di costruzione e di avvio della gestione dell'infrastruttura o del nuovo servizio di pubblica utilità, sino all'effettiva entrata a regime degli stessi, ovvero fino alla scadenza dei *project bond* garantiti. Quanto ai progetti *brownfield*, la norma precisa che le garanzie potranno essere rilasciate anche nel periodo successivo all'avvio della gestione della infrastruttura, coerentemente con le previsioni del piano economico finanziario vigente. In tali casi, le garanzie potranno accedere anche ad emissioni volte a rifinanziare il debito precedentemente contratto.

Sotto il profilo della "forma", il primo comma dell'art.4 (*Modalità operative*) del Decreto Garanzie sembra prescrivere il rispetto di talune caratteristiche, di tal che le "garanzie dirette e le controgaranzie fornite in connessione ad una emissione di *project bond* sono esplicite, irrevocabili, incondizionate e stipulate in forma scritta".

Il medesimo art. 4 (*Modalità operative*) del Decreto Garanzie indica altresì i presupposti per il rilascio, precisando che a tal fine sarà necessario procedere ad una "valutazione del merito di credito del soggetto emittente e della adeguata sostenibilità economico finanziaria degli investimenti, tenendo conto della redditività potenziale dell'opera, anche sulla base del relativo piano economico finanziario".

Sotto il profilo del diritto sostanziale, specifiche indicazioni sono altresì fornite in tema di oggetto della garanzia e di definizione delle obbligazioni garantite. Al riguardo il Decreto Garanzie chiarisce che "la garanzia copre il rischio di inadempimento del debitore principale per capitale e interessi e può essere escussa a seguito del mancato pagamento di uno o più pagamenti dovuti a termini del regolamento del prestito ovvero in caso di dichiarazione di insolvenza dell'emittente o assoggettamento dell'emittente a fallimento o altra procedura concorsuale di liquidazione applicabile" (così art.4, comma secondo). Il provvedimento stabilisce altresì che "in caso di escussione, il garante provvede all'adempimento nei confronti dei soggetti garantiti, nei limiti dell'importo massimo garantito, nei termini ed alle condizioni contrattuali convenuti" (così art.4, comma quinto).

Il provvedimento reca altresì una norma di coordinamento, precisando che le garanzie oltre a poter essere concesse in via autonoma possono altresì operare "congiuntamente con le iniziative assunte in materia dalle istituzioni europee (si ricorda al riguardo la "Europe 2020 Project Bond Initiative", promossa dalla Commissione europea con il coinvolgimento della BEI), in modo da ottimizzare il merito di credito della singola emissione"(cfr. art.4, comma terzo) .

Il Decreto Garanzie contempla inoltre specifiche disposizioni a tutela degli investitori. Al riguardo, il comma quarto dell'art. 4 prevede espressamente che il “*documento di offerta agli investitori qualificati dei project bond (offering circular) [debba recare indicazione dei] soggetti garanti e l'ammontare delle garanzie rilasciate da ciascuno*”. Il medesimo documento di offerta deve altresì indicare “*quali soggetti garanti siano, o abbiano manifestato la disponibilità ad essere, anche, direttamente o indirettamente, investitori nei project bond ovvero collocatori degli stessi ovvero finanziatori della società emittente.*”

L'ultimo comma dell'art. 4 del Decreto Garanzie prescrive altresì che il contratto di garanzia deve recare specifiche disposizioni volte a regolare (a) i rapporti con i sottoscrittori nel regresso sulle somme spettanti al concessionario ai sensi dell'art. 158, comma secondo, del Codice dei Contratti Pubblici nonché (b) i diritti di subentro di cui all'art. 159 del Codice dei Contratti Pubblici.

## Allegato 1 | Modifiche al Codice dei Contratti Pubblici

**Art. 157. Emissione di obbligazioni da parte delle società di progetto** (art. 37-sexies, legge n. 109/1994)

1. Al fine di realizzare una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità, le società di progetto di cui all'articolo 156 nonché le società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato ai sensi dell'articolo 3, comma 15-ter, possono emettere obbligazioni e titoli di debito, anche in deroga ai limiti di cui agli articoli 2412 e 2483 del codice civile, purché destinate alla sottoscrizione da parte degli investitori qualificati come definiti ai sensi ~~del regolamento di attuazione dell'articolo 100~~ del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 **fermo restando che sono da intendersi inclusi in ogni caso tra i suddetti investitori qualificati altresì le società ed altri soggetti giuridici controllati da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile**; detti obbligazioni e titoli di debito ~~sono nominativi~~ **possono essere dematerializzati** e non possono essere trasferiti a soggetti che non siano investitori qualificati come sopra definiti. In relazione ai titoli emessi ai sensi del presente articolo ~~non si applicano gli articoli 2413 e da 2414-bis a 2420 del codice civile~~ **non si applicano gli articoli 2413, 2414-bis, commi 1 e 2, e da 2415 a 2420 del codice civile.**

2. ~~I titoli e la relativa documentazione di offerta devono~~ **La documentazione di offerta deve** riportare chiaramente ed evidenziare distintamente un avvertimento circa l'elevato profilo di rischio associato all'operazione.

3. Le obbligazioni e titoli di debito, sino all'avvio della gestione dell'infrastruttura da parte del concessionario **ovvero fino alla scadenza delle obbligazioni e dei titoli medesimi**, possono essere garantiti dal sistema finanziario, da fondazioni e da fondi privati, secondo le modalità definite con decreto del ministro dell'Economia e delle finanze di concerto con il ministro delle infrastrutture e dei trasporti.

4. Le disposizioni di cui ai commi 1, 2 e 3 si applicano anche alle società operanti nella gestione dei servizi di cui all'articolo 3-bis del decreto-legge 13 agosto 2011, n. 138, convertito, con modificazioni, dalla legge 14 settembre 2011, n. 148, alle società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture di trasporto di gas e delle concessioni di stoccaggio di cui agli articoli 9 e 11 del decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164, alle società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture facenti parte del Piano di sviluppo della rete di trasmissione nazionale dell'energia elettrica, alle società titolari delle autorizzazioni per la realizzazione di reti di comunicazione elettronica di cui al decreto legislativo 1° agosto 2003, n. 259, e alle società titolari delle licenze individuali per l'installazione e la fornitura di reti di telecomunicazioni pubbliche di cui all'articolo 6 del d.P.R. 19 settembre 1997, n. 318, come modificato dal d.P.R. 1° agosto 2002, n. 211, nonché a quelle titolari delle autorizzazioni di cui all'articolo 46 del decreto-legge 1° ottobre 2007, n. 159,

convertito, con modificazioni, dalla legge 29 novembre 2007, n. 222. Per le finalità relative al presente comma, il decreto di cui al comma 3 è adottato di concerto con il Ministro dello sviluppo economico.

**4-bis Le garanzie, reali e personali e di qualunque altra natura incluse le cessioni di credito a scopo di garanzia che assistono le obbligazioni e i titoli di debito possono essere costituite in favore dei sottoscrittori o anche di un loro rappresentante che sarà legittimato a esercitare in nome e per conto dei sottoscrittori tutti i diritti, sostanziali e processuali, relativi alle garanzie medesime.**

**4-ter Le disposizioni di cui al presente articolo non pregiudicano quanto previsto all'articolo 176, comma 12, del presente decreto in relazione alla facoltà del contraente generale di emettere obbligazioni secondo quanto ivi stabilito.**

**Art. 158. Risoluzione** (art. 37-septies, legge n. 109/1994)

1. Qualora il rapporto di concessione sia risolto per inadempimento del soggetto concedente ovvero quest'ultimo revochi la concessione per motivi di pubblico interesse, sono rimborsati al concessionario:

a) il valore delle opere realizzate più gli oneri accessori, al netto degli ammortamenti, ovvero, nel caso in cui l'opera non abbia ancora superato la fase di collaudo, i costi effettivamente sostenuti dal concessionario; b) le penali e gli altri costi sostenuti o da sostenere in conseguenza della risoluzione; c) un indennizzo, a titolo di risarcimento del mancato guadagno, pari al 10 per cento del valore delle opere ancora da eseguire ovvero della parte del servizio ancora da gestire valutata sulla base del piano economico-finanziario.

2. Le somme di cui al comma 1 sono destinate prioritariamente al soddisfacimento dei crediti dei finanziatori del concessionario e dei titolari di titoli emessi ai sensi dell'[articolo 157](#), limitatamente alle obbligazioni emesse successivamente alla data di entrata in vigore della presente disposizione e sono indisponibili da parte di quest'ultimo fino al completo soddisfacimento di detti crediti.

3. L'efficacia della revoca della concessione è sottoposta alla condizione del pagamento da parte del concedente di tutte le somme previste dai commi precedenti.

**Art. 159. Subentro** (art. 37-octies, legge n. 109/1994)

1. In tutti i casi di risoluzione di un rapporto concessorio per motivi attribuibili al soggetto concessionario, gli enti finanziatori **ivi inclusi i titolari di obbligazioni e titoli simili emessi dal concessionario** del progetto potranno impedire la risoluzione designando una società che subentri nella concessione al posto del concessionario e che verrà accettata dal concedente a condizione che:

a) la società designata dai finanziatori abbia caratteristiche tecniche e finanziarie sostanzialmente corrispondenti a quelle previste nel bando di gara o negli atti in forza dei quali la concessione è stata affidata, avendo comunque riguardo alla situazione concreta del progetto ed allo stato di avanzamento dello stesso alla data del subentro; b) l'inadempimento del concessionario che avrebbe causato la risoluzione cessi entro i novanta giorni successivi alla scadenza del termine di cui al comma 1-bis.

1-bis. La designazione di cui al comma 1 deve intervenire entro il termine individuato nel contratto o, in mancanza, assegnato dall'amministrazione aggiudicatrice nella comunicazione scritta agli enti finanziatori della intenzione di risolvere il contratto.

2. Con decreto del Ministro delle infrastrutture, sono fissati i criteri e le modalità di attuazione delle previsioni di cui al comma 1.

2-bis. Il presente articolo si applica alle società ~~di progetto costituite per titolari~~ di qualsiasi contratto di partenariato pubblico privato di cui all'[articolo 3, comma 15-ter](#).

**Art. 160. Privilegio sui crediti** (art. 37-nonies, legge n. 109/1994)

1. I crediti dei soggetti che finanziano o rifinanziano, a qualsiasi titolo, anche tramite la sottoscrizione di obbligazioni e titoli similari, la realizzazione di lavori pubblici, di opere di interesse pubblico o la gestione di pubblici servizi hanno privilegio generale, ai sensi degli articoli 2745 e seguenti del codice civile, sui beni mobili, ivi inclusi i crediti, del concessionario e delle società di progetto che siano concessionarie o affidatarie di contratto di partenariato pubblico privato o contraenti generali ai sensi dell'[articolo 176](#).

2. Il privilegio, a pena di nullità, deve risultare da atto scritto. Nell'atto devono essere esattamente descritti i finanziatori originari dei crediti, il debitore, l'ammontare in linea capitale del finanziamento o della linea di credito, nonché gli elementi che costituiscono il finanziamento.

3. L'opponibilità ai terzi del privilegio sui beni è subordinata alla trascrizione, nel registro indicato dall'[articolo 1524, comma 2, del codice civile](#), dell'atto dal quale il privilegio risulta. Della costituzione del privilegio è dato avviso mediante pubblicazione nel foglio annunci legali; dall'avviso devono risultare gli estremi della avvenuta trascrizione. La trascrizione e la pubblicazione devono essere effettuate presso i competenti uffici del luogo ove ha sede l'impresa finanziata.

4. Fermo restando quanto previsto dall'[articolo 1153 del codice civile](#), il privilegio può essere esercitato anche nei confronti dei terzi che abbiano acquistato diritti sui beni che sono oggetto dello stesso dopo la trascrizione prevista dal comma 3. Nell'ipotesi in cui non sia possibile far valere il privilegio nei confronti del terzo acquirente, il privilegio si trasferisce sul corrispettivo.

**Art. 160-bis. Locazione finanziaria di opere pubbliche o di pubblica utilità**

1. Per la realizzazione, l'acquisizione ed il completamento di opere pubbliche o di pubblica utilità i committenti tenuti all'applicazione del presente codice possono avvalersi anche del contratto di locazione finanziaria, che costituisce appalto pubblico di lavori, salvo che questi ultimi abbiano un carattere meramente accessorio rispetto all'oggetto principale del contratto medesimo.

2. Nei casi di cui al comma 1, il bando, ferme le altre indicazioni previste dal presente codice, determina i requisiti soggettivi, funzionali, economici, tecnico-realizzativi ed organizzativi di partecipazione, le caratteristiche tecniche ed estetiche dell'opera, i costi, i tempi e le garanzie dell'operazione, nonché i parametri di valutazione tecnica ed economico-finanziaria dell'offerta economicamente più vantaggiosa.

3. L'offerente di cui al comma 2 può essere anche una associazione temporanea costituita dal soggetto finanziatore e dal soggetto realizzatore, responsabili, ciascuno, in relazione alla specifica obbligazione assunta, ovvero un contraente generale. In caso di fallimento, inadempimento o sopravvenienza di qualsiasi causa impeditiva all'adempimento dell'obbligazione da parte di uno dei due soggetti costituenti l'associazione temporanea di imprese, l'altro può sostituirlo, con l'assenso del committente, con altro soggetto avente medesimi requisiti e caratteristiche.

4. L'adempimento degli impegni della stazione appaltante resta in ogni caso condizionato al positivo controllo della realizzazione ed alla eventuale gestione funzionale dell'opera secondo le modalità previste.

4-bis. Il soggetto finanziatore, autorizzato ai sensi del [decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385](#), e successive modificazioni, deve dimostrare alla stazione appaltante che dispone, se del caso avvalendosi delle capacità di altri soggetti, anche in associazione temporanea con un soggetto realizzatore, dei mezzi necessari ad eseguire l'appalto. Nel caso in cui l'offerente sia un contraente generale, di cui all'[articolo 162, comma 1, lettera g\)](#), esso può partecipare anche ad affidamenti relativi alla realizzazione, all'acquisizione ed al completamento di opere pubbliche o di pubblica utilità non disciplinati dalla [parte II, titolo III, capo IV](#), se in possesso dei requisiti determinati dal bando o avvalendosi delle capacità di altri soggetti.

4-ter. La stazione appaltante pone a base di gara un progetto di livello almeno preliminare. L'aggiudicatario provvede alla predisposizione dei successivi livelli progettuali ed all'esecuzione dell'opera.

4-quater. L'opera oggetto del contratto di locazione finanziaria può seguire il regime di opera pubblica ai fini urbanistici, edilizi ed espropriativi; l'opera può essere realizzata su area nella disponibilità dell'aggiudicatario.

#### **Art. 160-ter. Contratto di disponibilità**

1. L'affidatario del contratto di disponibilità è retribuito con i seguenti corrispettivi, soggetti ad adeguamento monetario secondo le previsioni del contratto:

a) un canone di disponibilità, da versare soltanto in corrispondenza alla effettiva disponibilità dell'opera; il canone è proporzionalmente ridotto o annullato nei periodi di ridotta o nulla disponibilità della stessa per manutenzione, vizi o qualsiasi motivo non rientrante tra i rischi a carico dell'amministrazione aggiudicatrice ai sensi del comma 3; b) l'eventuale riconoscimento di un contributo in corso d'opera, comunque non superiore al cinquanta per cento del costo di costruzione dell'opera, in caso di trasferimento della proprietà dell'opera all'amministrazione aggiudicatrice; c) un eventuale prezzo di trasferimento, parametrato, in relazione ai canoni già versati e all'eventuale contributo in corso d'opera di cui alla precedente lettera b), al valore di mercato residuo dell'opera, da corrispondere, al termine del contratto, in caso di trasferimento della proprietà dell'opera all'amministrazione aggiudicatrice.

2. L'affidatario assume il rischio della costruzione e della gestione tecnica dell'opera per il periodo di messa a disposizione dell'amministrazione aggiudicatrice. Il contratto determina le modalità di ripartizione dei rischi tra le parti, che possono comportare variazioni dei corrispettivi dovuti per gli eventi incidenti sul progetto, sulla realizzazione o sulla gestione tecnica dell'opera, derivanti dal sopravvenire di norme o provvedimenti cogenti di pubbliche autorità. Salvo diversa determinazione contrattuale e fermo restando quanto previsto dal comma 5, i rischi sulla costruzione e gestione tecnica dell'opera derivanti da mancato o ritardato rilascio di autorizzazioni, pareri, nulla osta e ogni altro atto di natura amministrativa sono a carico del soggetto aggiudicatore.

3. Il bando di gara è pubblicato con le modalità di cui all'[articolo 66](#) ovvero di cui all'[articolo 122](#), secondo l'importo del contratto, ponendo a base di gara un capitolato prestazionale, predisposto dall'amministrazione aggiudicatrice, che indica, in dettaglio, le caratteristiche tecniche e funzionali che deve assicurare l'opera costruita e le modalità per determinare la riduzione del canone di disponibilità, nei limiti di cui al comma 6. Le offerte devono contenere un progetto preliminare rispondente alle caratteristiche indicate nel capitolato prestazionale e sono corredate dalla garanzia di cui all'[articolo 75](#); il soggetto aggiudicatario è tenuto a prestare la cauzione definitiva di cui all'[articolo 113](#). Dalla data di inizio della messa a disposizione da parte dell'affidatario è dovuta una cauzione a garanzia delle penali relative al mancato o inesatto adempimento di tutti gli obblighi contrattuali relativi alla messa a disposizione dell'opera, da prestarsi nella misura del dieci per cento del costo annuo operativo di esercizio e con le modalità di cui all'[articolo 113](#); la mancata presentazione di tale cauzione costituisce grave inadempimento contrattuale. L'amministrazione aggiudicatrice valuta le offerte presentate con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa di cui all'[articolo 83](#). Il bando indica i criteri, secondo l'ordine di importanza loro attribuita, in base ai quali si procede alla valutazione comparativa tra le diverse offerte. Gli oneri connessi agli eventuali espropri sono considerati nel quadro economico degli investimenti e finanziati nell'ambito del contratto di disponibilità.

4. Al contratto di disponibilità si applicano le disposizioni previste dal presente codice

in materia di requisiti generali di partecipazione alle procedure di affidamento e di qualificazione degli operatori economici.

5. Il progetto definitivo, il progetto esecutivo e le eventuali varianti in corso d'opera sono redatti a cura dell'affidatario; l'affidatario ha la facoltà di introdurre le eventuali varianti finalizzate ad una maggiore economicità di costruzione o gestione, nel rispetto del capitolato prestazionale e delle norme e provvedimenti di pubbliche autorità vigenti e sopravvenuti; il progetto definitivo, il progetto esecutivo e le varianti in corso d'opera sono ad ogni effetto approvati dall'affidatario, previa comunicazione all'amministrazione aggiudicatrice e, ove prescritto, alle terze autorità competenti. Il rischio della mancata o ritardata approvazione da parte di terze autorità competenti della progettazione e delle eventuali varianti è a carico dell'affidatario. L'amministrazione aggiudicatrice può attribuire all'affidatario il ruolo di autorità espropriante ai sensi del testo unico di cui al [d.P.R. 8 giugno 2001, n. 327](#).

6. L'attività di collaudo, posta in capo alla stazione appaltante, verifica la realizzazione dell'opera al fine di accertare il puntuale rispetto del capitolato prestazionale e delle norme e disposizioni cogenti e può proporre all'amministrazione aggiudicatrice, a questi soli fini, modificazioni, varianti e rifacimento di lavori eseguiti ovvero, sempre che siano assicurate le caratteristiche funzionali essenziali, la riduzione del canone di disponibilità. Il contratto individua, anche a salvaguardia degli enti finanziatori [e dei titolari di titoli emessi ai sensi dell'articolo 157 del presente decreto](#), il limite di riduzione del canone di disponibilità superato il quale il contratto è risolto. L'adempimento degli impegni dell'amministrazione aggiudicatrice resta in ogni caso condizionato al positivo controllo della realizzazione dell'opera ed alla messa a disposizione della stessa secondo le modalità previste dal contratto di disponibilità.

7. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle infrastrutture di cui alla parte II, titolo III, capo IV. In tal caso l'approvazione dei progetti avviene secondo le procedure previste agli [articoli 165](#) e seguenti.

**Allegato 2 | Modifiche all'Art. 1 del DL 22 giugno 2012, n. 83**

1. *[omissis]*

2. *[omissis]*

**3. Le garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione alle emissioni di obbligazioni e titoli di debito da parte delle società di cui all'articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, nonché le relative eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali emissioni, nonché i trasferimenti di garanzie anche conseguenti alla cessione delle predette obbligazioni e titoli di debito, sono soggetti alle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa di cui rispettivamente al decreto del Presidente della Repubblica 26 aprile 1986, n. 131 e al decreto legislativo 31 ottobre 1990, n. 347.**

4. *[abrogato]*

## **Bibliografia**

AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 4/E*, 6 marzo 2013.

BASSANINI F., DEL BUFALO G., REVIGLIO E., *Financing Infrastructure in Europe. Project Bonds, Solvency II and the “Connecting Europe” Facility*, Paper prepared in occasion of the “Eurofi Financial Forum 2011” held in Wroclaw, Poland on 15th - 16th September.

BASSANINI F., REVIGLIO E., *Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investment after the Crisis*, OECD Journal: Financial Markets Trends, vol. 1, i. 1, OECD, 2011.

BASSANINI F., *Public policies to enhance project finance and PPP in Europe*

BOMPANI A., CATELANI E., *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Franco Angeli, 2012

CACCIA R., DI PILLO V., *I project bond: profili civilistici, contabili e fiscali*, in «Bilancio&imposte», n. 1, 2013.

CAPUANO M., *Project bond e finanziamento delle infrastrutture*, mimeo, Milano, 14 giugno 2012

CIACCIA M., *Project bond per favorire le grandi infrastrutture*, Intervista di Grazia Ippolito, *Quotidiano di Sicilia*, 20 ottobre 2012.

CLARICH M., *Commentario al Codice dei Contratti Pubblici*, Torino, 2010, 812

CRIALESI G., “Project Bond: la fase pilota dei prestiti infrastrutturali 2012-2013” in *Finanziamenti su misura news*, 8-9 / 2012, p. 15

DEL FANTE M., *Project bond: uno strumento per il mercato delle infrastrutture*, 19 luglio 2012. Presentazione tenuta in occasione del Convegno “Project bond: uno strumento per il mercato delle infrastrutture”, tenutosi a Roma il 19 luglio 2012.

EPEC, *Capital markets in PPP financing. Where we were and where are we going*, March 2010.

EPEC, *Financing PPPs with project bonds. Issues for public procuring authorities*, October 2012.

EUROPEAN INVESTMENT BANK, *An outline guide to Project Bonds Credit Enhancement and the Project Bond Initiative*, 21 December 2012.

GIOVANNELLI M., “Le novità del Decreto Sviluppo” in *Urbanistica e appalti*, 10 / 2012, p. 981

LATHAM & WATKINS, *La nuova disciplina del project bond nel finanziamento delle infrastrutture*, Client Alert, n. 1365, 16 luglio 2012.

MANGANI R., “Rilancio dei project bond, Pf per l’edilizia carceraria e nuove regole per il subentro” in *Edilizia e Territorio*, 5/2012, pag. 6 e ss.

NORTON ROSE, *Operatività dei Project bond - Aspetti pratici e principali novità*, aprile 2013.

QUARANTA A., “Project Bond: un nuovo strumento per il rilancio delle infrastrutture?” in *Ambiente e sviluppo*, 4/2013, p. 339

RIBACCHI E., “Project bond e strumenti di finanziamento per le PMI”, in *Pratica Fiscale e Professionale*, 29 / 2012, p. 33

SARTORI A., *I project bond in Italia: problemi e prospettive*, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, Centro di ricerche in analisi economica e sviluppo economico internazionale, ottobre 2013

ZARBO S., “I project bond per finanziare le grandi opere infrastrutturali” in *Finanziamenti su misura news*, 10 / 2012, p. 17

ZARBO S., “Le caratteristiche delle garanzie dei project bond” in *Finanziamenti su misura news*, 11 / 2012, p. 19