



Dipartimento di Impresa e Management Cattedra di Diritto
Pubblico dell'Economia

**PROJECT FINANCING, APPALTI, CONCESSIONI:
“IL CASO CONTINASSA”**

RELATORE

Prof. Marco Sepe

CANDIDATO

Andrea Mancuso

Matr. 167471

Anno Accademico

2013/2014

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO I

Il procedimento ad evidenza pubblica

- 1.1. La deliberazione a contrarre e l'aggiudicazione*
- 1.2. Appalti e concessioni*
- 1.3. Il caso speciale: "Continassa"*

CAPITOLO II

Project finance

- 2.1. Definizione, origine e caratteristiche principali*
- 2.2. Panoramica normativa*
- 2.3. Il rischio nelle operazioni di project finance*

CAPITOLO III

Gli attori coinvolti nel Project Finance

- 3.1. I promotori*
- 3.2. La società veicolo*
- 3.3. L'amministrazione concedente*
- 3.4. I finanziatori*
- 3.5. Gli aspetti oggettivi*
 - 3.5.1. Il contratto di finanziamento*
 - 3.5.2. Il contratto di fornitura*
 - 3.5.3. I contratti di commercializzazione*

CAPITOLO IV

L'evoluzione: dal Project financing al Partenariato Pubblico Privato (PPP)

- 4.1. Partnership, caratteristiche e finalità*
- 4.2. Le principali tipologie dei progetti finanziabili*
- 4.3. Le critiche dell'Amministrazione Pubblica e del settore privato*

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

Il seguente lavoro è nato con l'idea di soffermarmi su un argomento che, intrecciando diverse discipline, assume rilevante importanza all'interno sia dell'ordinamento giuridico italiano sia di quello comunitario e sia nella società stessa.

L'analisi delle discipline del "project finance", degli appalti e delle concessioni hanno evidenziato il continuo e crescente rapporto che ormai da tempo si è instaurato tra le Pubbliche Amministrazioni e l'imprenditoria privata.

Nella prima parte dell'elaborato, ho posto l'attenzione su quello che è il quadro normativo di riferimento, analizzando interamente il procedimento ad evidenza pubblica e le sue relative fasi, non soffermandomi ovviamente solo sulle semplici definizioni, bensì descrivendo le modalità con le quali questi concetti sono regolamentati e disciplinati.

Nella seconda parte del testo ho ritenuto opportuno delineare quello che rappresenta uno dei più importanti istituti all'interno del Diritto Pubblico dell'Economia, il Project Finance.

L'analisi dettagliata fa emergere non solo le finalità, le caratteristiche e i soggetti coinvolti in questa disciplina, ma anche l'evoluzione dell'istituto al Partenariato Pubblico Privato (PPP).

Quest'ultimo esprime un concetto più ampio che ricomprende una vasta gamma di modelli di cooperazione tra il settore pubblico e il settore privato e che presenta anche delle particolari criticità.

Infine, ho ritenuto indispensabile la trattazione di uno dei casi più importanti relativamente agli argomenti trattati, ossia il caso speciale "Continassa", che mette in risalto l'attualità degli istituti descritti.

CAPITOLO PRIMO

1.1 La deliberazione a contrarre e l'aggiudicazione

Gli enti pubblici godono della capacità giuridica di diritto privato, e possono entro certi limiti, utilizzare strumenti di diritto comune per svolgere la propria azione e per conseguire i propri fini.

Più precisamente, l'amministrazione può stipulare contratti e, a differenza del diritto privato viene utilizzata l'espressione "evidenza pubblica"; essa descrive il procedimento amministrativo che prevede la conclusione di contratti della pubblica amministrazione. Tale procedura è caratterizzata, appunto, dalla presenza di atti amministrativi attraverso i quali l'amministrazione rende note le ragioni di pubblico interesse che giustificano in particolare l'intenzione di contrattare, la scelta della controparte e la formazione del consenso.

Dal punto di vista dell'evoluzione della normativa in materia di contratti dei soggetti pubblici vanno ricordati la legge di contabilità dello Stato con r.d. 2440/1923, emanato sulla base della legge delega 1601/1922 e il relativo regolamento con r.d. 827/1924.

In attuazione delle direttive comunitarie 2004/18/CE e 2004/17/CE, è stato approvato il d.lgs. 163/2006, c.d. Codice dei Contratti Pubblici relativi a lavori, servizi e forniture.

Il procedimento ad evidenza pubblica, volto ad assicurare l'imparzialità e la trasparenza nella scelta del miglior contraente, si apre con la determinazione a contrattare (o determinazione di contrattare), oppure con la predisposizione di un progetto di contratto; tali atti predeterminano il

contenuto del contratto e la spesa prevista e individuano anche la modalità di scelta del contraente.

Le fasi del procedimento sono fissate all'art.11 d.lgs. 163/2006.

Il progetto di contratto deve essere corredato dai “capitoli d’oneri”¹; la determinazione a contrattare degli enti locali deve contenere le “clausole ritenute essenziali”² e l’atto iniziale della procedura deve essere conforme i capitolati d’oneri predisposti dalle varie amministrazioni per tutti i contratti di un certo tipo (generali) o per il singolo rapporto contrattuale (speciali).

I capitolati generali definiscono “le condizioni che possono applicarsi indistintamente a un determinato genere di lavoro, appalto o contratto e le forme da seguirsi per le gare”³.

In quanto atti non normativi, essi possono essere derogati dal contratto e disattesi dall’amministrazione, purché ciò avvenga con congrua motivazione.

Anche ai capitolati speciali dottrina e giurisprudenza riconoscono carattere non normativo. Essi riguardano le condizioni che si riferiscono più particolarmente all’oggetto proprio del contratto e, pongono parte della regolamentazione dello specifico rapporto contrattuale.

La determinazione a contrattare e il progetto possono essere soggetti a controlli e pareri.

Essi sono inoltre considerati come atti amministrativi interni, non rilevanti per i terzi, e come tali, non impugnabili e non revocabili dall’amministrazione.

La seconda fase del procedimento ad evidenza pubblica è costituita dalla scelta del contraente, che nella nostra tradizione prevede diverse modalità: l’asta pubblica, cioè il pubblico incanto aperto a tutti gli interessati che

¹ Art.45, r.d. 827/1924.

² Art.192, T.U. enti locali.

³ Art.45. r.d. 827/1924.

posseggono i requisiti fissati nel bando; la licitazione privata, ossia la gara è caratterizzata dal fatto che ad essa sono invitate a partecipare soltanto le ditte, le quali, in base ad una valutazione preliminare, sono ritenute idonee a partecipare; l'appalto concorso, utilizzato nei casi tassativamente previsti dalla legge, quando l'amministrazione richiede ai privati di presentare i progetti tecnici e le condizioni alle quali essi siano disposti ad eseguirli; la trattativa privata.

Le operazioni di gara volte a prendere cognizione delle offerte e a compararle sono verbalizzate dall'ufficiale rogante e si concludono con l'aggiudicazione.

L'aggiudicazione è l'atto amministrativo con cui viene accertato e proclamato il vincitore da parte del soggetto che presiede la celebrazione dell'asta o la commissione di valutazione delle offerte in sede di licitazione privata.

Si definisce aggiudicazione provvisoria, quando l'aggiudicazione deve essere seguita da una fase di <<approvazione>> del verbale di aggiudicazione oppure dalla verifica del possesso dei requisiti da parte dell'aggiudicatario.

In ogni caso l'art.11 d.lgs.163/2006 chiarisce che l'aggiudicazione definitiva non equivale ad accettazione dell'offerta e non possiede valore negoziale, da attribuire invece alla successiva stipulazione.

1.2 Appalti e concessioni

L'istituto della concessione di costruzione e gestione di opera pubblica è un istituto di nascita antichissima, già presente nel diritto romano, con il quale venivano realizzate alcune opere portuali da parte dei privati, i quali erano ricompensati dal pagamento dei capitani delle navi per l'utilizzo delle stesse⁴.

Anche in altri paesi come, ad esempio, in Francia durante l'*Ancien régime* fu ripreso per la costruzione di vie di comunicazione come strade, ponti, acquedotti, canali.

Nella legislazione italiana l'istituto è presente da oltre un secolo e la sua finalità è sempre quella di impiegare le risorse economiche del privato e le sue capacità tecniche ed imprenditoriali al fine di realizzare gli interventi pubblici di cui il Paese ha bisogno (strade, canali, ferrovie) e che l'Amministrazione pubblica non è in grado di effettuare da sola, per ragioni di carattere tecnico ed economico.

In oltre cinquanta anni, dal 1865 al 1919, il legislatore decise di emanare numerose leggi speciali per realizzare singole categorie di opere pubbliche di particolare complessità attraverso l'istituto della concessione di costruzione e gestione, proprio per soddisfare l'esigenza di realizzare particolari opere dal costo rilevante e dal contenuto tecnologico peculiare.

Ma, a partire dal 1912, le concessioni di lavori pubblici sono state fatte oggetto di una bipartizione tra la "concessione di costruzione e gestione", con la quale si affidava al concessionario non soltanto la realizzazione materiale dell'opera, ma anche la successiva gestione funzionale-economica della stessa, e la "concessione di sola costruzione", avente ad oggetto il solo incarico di realizzazione materiale dell'opera ma con

⁴ A.CARULLO, La concessione di costruzione e gestione, in Riv. Trim. App, 1993, p.332.

contestuale assunzione da parte dell'amministrazione dell'obbligo di riconoscere al concessionario un compenso aggiuntivo relativo all'attività di progettazione, di individuazione e di acquisizione delle aree necessarie per i lavori, nonché della direzione e vigilanza sui lavori medesimi.

In tal caso, la *ratio* della concessione di sola costruzione era quella di accelerare la realizzazione dei lavori.

A sua volta la concessione di sola costruzione si distingueva dall'appalto di lavori pubblici⁵ in quanto il concessionario era obbligato non soltanto al semplice compimento dell'opera pubblica, ma a svolgere funzioni e attività ulteriori, con l'attribuzione di poteri e facoltà propri dell'ente concedente, come la progettazione dell'opera, la direzione dei lavori, la sorveglianza, l'espletamento delle necessarie procedure espropriative⁶.

In tal modo i privati venivano investiti della funzione di stazione appaltante e, poi, della realizzazione dell'opera, con una forte capacità di concentrare le funzioni in sé; e ciò, poi avrebbe portato alla realizzazione dell'opera pubblica senza una successiva gestione da parte del privato della stessa opera⁷.

Infatti, la concessione, a differenza dell'appalto, non rappresentava un contratto bensì un provvedimento adottato unilateralmente dalla Pubblica Amministrazione nell'esercizio dei suoi poteri autoritativi, sulla base di una valutazione fiduciaria e discrezionale che escludeva la necessità di ricorrere all'evidenza pubblica.

Ad ogni modo, la normativa comunitaria ha fatto venir meno la possibilità di applicare nel nostro Paese l'istituto della c.d. concessione di sola costruzione: in particolare, l'art.3 della direttiva n.305/71 ha definito il

⁵ A.CIANFONE, L'appalto di opere pubbliche, Milano, 1950, p.152.

⁶ Cass., sez. un., 10 dicembre 1993, n.12166, in *Foro it*, 1994.

⁷ G.MONTEDORO, Le concessioni di lavori in *Il nuovo diritto degli appalti pubblici*, Milano, 2005, p.835.

“contratto di concessione” come un *“contratto analogo a quelli di cui all’art.1* (cioè quei contratti a titolo oneroso conclusi per iscritto tra un imprenditore (...) ed un’amministrazione aggiudicatrice) *in cui la controprestazione dei lavori consiste unicamente nel diritto di gestire l’opera, oppure in questo diritto accompagnato da un prezzo”*.

Dunque, il legislatore italiano, a fronte della necessità di adeguamento alle esigenze di trasparenza e di concorrenza imposte dalle normative comunitarie, ha ricondotto anche tale concessione nell’area della disciplina dell’evidenza pubblica, parificando la stessa al contratto d’appalto con l’unica differenza rappresentata dal fatto che, nel caso della concessione, il corrispettivo è rappresentato dalla gestione dell’opera o dalla gestione accompagnata da un prezzo.

La legge n.415/198, c.d. legge Merloni-ter, ha previsto come unica forma di concessione di lavori pubblici ammissibile nell’ordinamento amministrativo “la concessione di costruzione e gestione”, pervenendo così all’eliminazione della non codificata “concessione di sola costruzione”. Anche il Codice degli Appalti, nel dare attuazione alle direttive del 2004, ha confermato l’esclusione di poter ricorrere alla concessione di sola costruzione.

Il modulo di concessione di sola costruzione è stato quindi espunto dal nostro ordinamento poiché il diritto comunitario ci insegna che un contratto o è di appalto o è di concessione a seconda che il rischio della realizzazione dell’opera economica, che costituisce l’oggetto del contratto, sia a totale carico dell’amministrazione oppure sia a carico del privato.

Quindi, oggi, l’unica tipologia di concessione di lavori pubblici esistente è quella che prevede insieme alla costruzione dell’opera anche la futura gestione della stessa per un certo periodo di tempo.

In base all'art.3 del d.lgs. 163/2006, le concessioni sono *“contratti a titolo oneroso, conclusi in forma scritta, aventi ad oggetto, in conformità al presente codice, l'esecuzione, ovvero la progettazione esecutiva e l'esecuzione di lavori pubblici o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale d economica, che presentano le stesse caratteristiche di un appalto pubblico di lavori, ad eccezione del fatto che il corrispettivo dei lavori consiste unicamente nel diritto di gestire l'opera o in tale diritto accompagnato da un prezzo”* .

In tal modo, l'ente committente concede l'esercizio di un servizio pubblico di propria competenza ad un soggetto, terzo rispetto alla propria organizzazione, il quale realizza le opere occorrenti per la gestione di tale servizio.

Più precisamente, il concessionario predispone il progetto definitivo e/o esecutivo delle opere da realizzare, provvede all'esecuzione dei lavori a propria cura e spese direttamente o mediante appalto a terzi, e, successivamente, alla gestione del servizio; l'amministrazione esercita sulla concessione compiti di vigilanza nel corso dell'esecuzione dei lavori, approva il progetto delle opere e le eventuali varianti e provvede al collaudo finale dell'opera.

Il concessionario, assume quindi il rischio connesso alla realizzazione dell'opera e alla gestione del servizio, effettua le spese di investimento per la progettazione e l'esecuzione delle opere e sostiene gli oneri di gestione, in cambio del diritto a riscuotere i corrispettivi presso gli utenti beneficiari del servizio.

Il concessionario, cioè, beneficia come controprestazione del diritto di gestire e sfruttare economicamente l'opera per un arco di tempo tale da consentirgli il perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario.

Quanto alla prestazione progettuale del concessionario, l'art.143 del Codice dei contratti prevede che al concessionario di opere pubbliche sia demandata la predisposizione sia del progetto definitivo sia del progetto esecutivo dell'opera, oltre l'esecuzione dei lavori.

La prestazione progettuale non è, in ogni caso, requisito che non può venir meno nella concessione di lavori pubblici, poiché la concessione ha ad oggetto la sola esecuzione, e successiva gestione economica, di opere già interamente progettate a cura dell'ente concedente.

Analizzando ora la differenza principale della concessione con l'appalto, l'art.1 della Direttiva 2004/18/CE afferma che *“il fatto che il corrispettivo consiste nel diritto di gestire l'opera o in tale diritto accompagnato da un prezzo”*.

La concessione, come l'appalto, è mezzo di esecuzione dei lavori pubblici, ma presenta il vantaggio per il committente di non sopportare il necessario esborso finanziario, che viene a gravare sul soggetto esecutore, il quale si remunera sui proventi della gestione da parte della collettività.

1.3 Il caso speciale: “Continassa”

Ai sensi degli artt. 43 e 45 della Legge Urbanistica Regionale n.56 del 5 dicembre 1977, la società Juventus F.C. s.p.a. con sede in Torino, Corso Galileo Ferraris n.32, si impegna ad assoggettare all'uso pubblico le aree destinate a servizi pubblici per complessivi mq. 31.100 insistenti sull'area denominata Juventus.

Il lotto A rappresenta un'area concessa in diritto di superficie alla Juventus F.C. s.p.a di superficie catastale pari a mq. 175.475, sul quale è previsto l'assoggettamento all'uso pubblico di circa mq. 31.100, di cui mq. 14.000 destinati a verde pubblico, mq. 10.300 a parcheggi pubblici e mq. 6800 a piazza pubblica; il lotto B di superficie catastale pari a mq. 81.325 di proprietà della Città su parte del quale è prevista la realizzazione a cura della Juventus F.C. s.p.a e a scomputo degli oneri di urbanizzazione, di una strada di collegamento tra Corso Gaetano Scirea e Via Traves su un'area di circa 11.400 mq.

Il proponente, è titolare del diritto di superficie e dei diritti edificatori relativi per la durata di 99 anni.

Eventuali interventi sottostanti le aree assoggettate ad uso pubblico, ove vadano ad interessare la soprastante a pubblico servizio, comporteranno l'obbligo di totale ripristino a cura e spese di chi effettua l'intervento.

L'assoggettamento sarà effettuato con apposito atto e previo frazionamento entro 150 giorni dal rilascio del certificato del collaudo finale delle opere di urbanizzazione, pena l'applicazione di apposita penale di 100 € per ogni giorno di ritardo imputabile al proponente.

Su tali aree e preferibilmente sulla porzione destinata a piazza pubblica, la Juventus in accordo con il servizio competente della Città si impegna a far

realizzare e collocare a propria cura e spese un'opera d'arte dedicata alla memoria delle vittime dell'Heysel, stadio dove morirono tifosi juventini.

Le aree dovranno essere assoggettate all'uso pubblico, libere da vincoli, diritti reali e obbligatori di terzi, pignoramenti, oneri e pesi di qualsiasi genere, garantiti da liti in corso, privilegi, servitù, ipoteche, salvo quelli derivanti dall'atto di costituzione della proprietà superficiaria.

La gestione e la manutenzione di tutte le aree assoggettate ad uso pubblico, le modalità d'uso, nonché gli oneri derivanti dal loro utilizzo e le relative utenze come illuminazione, manutenzione delle aree verdi, delle aree attrezzate, etc. sono a carico del proponente; quest'ultimo a tal fine, potrà individuare un apposito soggetto per la gestione delle stesse, le attività di manutenzione ordinaria, straordinaria e la relativa pulizia secondo le modalità ordinariamente applicate dalla Città di Torino.

Le reti idriche e fognarie sottostanti le aree assoggettate all'uso pubblico saranno gestite dagli enti individuati dalla Città per la manutenzione, in quanto proprietà dell'Amministrazione comunale.

La Città e la circoscrizione competente si avvarranno di personale proprio o esterno, appositamente incaricato per effettuare controlli sulla regolare fruizione delle aree da parte dei cittadini; per esigenze di ordine pubblico, le stesse garantiranno l'ordinaria attività di vigilanza della polizia municipale.

Qualora dovessero essere accertate violazioni degli obblighi assunti dal proponente, la Città provvederà ad inviargli una motivata diffida ad adempiere entro un termine congruo; scaduto inutilmente tale termine, il proponente sarà tenuto a rifondere alla Città le spese di manutenzione da questa sostenute per il ripristino delle condizioni di utilizzo con una maggiorazione a titolo penale, del 30% dell'ammontare complessivo delle spese.

Il proponente si impegna a corrispondere il contributo di costruzione per un importo totale pari ad € 6.476.488,62; da tale importo dovrà essere detratto quello relativo alle opere di urbanizzazione da realizzare a scomputo nonché il valore delle opere ambientali.

I progetti dovranno essere redatti secondo quanto disposto dall'articolo 93 del d.lgs. n. 163/2006 (Codice dei Contratti Pubblici).

Le opere da eseguire consistono nella realizzazione della strada di collegamento tra Corso Gaetano Scirea e Via Traves, localizzata nel lotto B, comprensiva dei sottoservizi occorrenti e nella realizzazione delle aree assoggettate ad uso pubblico relative al lotto A.

In tal caso la corrispondenza tra le opere di urbanizzazione e i lotti edilizi prevederà 3 fasi:

- nella fase 1: Juventus Training Center, Juventus Hotel;
- nella fase 2: Concept Store, intrattenimento e commercio;
- nella fase 3: Sede Sociale Juventus.

La progettazione delle opere di urbanizzazione prevede un progetto preliminare approvato contestualmente all'approvazione dello strumento urbanistico e un progetto esecutivo.

Il proponente, ai fini dell'esecuzione delle opere di urbanizzazione e dei lavori ad essi connessi, dovrà attenersi alle prescrizioni di:

- Progettazione e quadro economico,
- Esecuzione,
- Collaudo.

Tutti i diritti e gli obblighi della Convenzione tra la Città di Torino e la Juventus F.C. s.p.a. sono assunti dal proponente per sé ed aventi causa anche parziali a qualsiasi titolo.

CAPITOLO SECONDO

2.1 Definizione, origine e caratteristiche principali

Il project financing è una forma di finanziamento che affonda le sue radici nei sistemi economico-giuridici di common law e che negli ultimi decenni risulta ampiamente utilizzata anche nei sistemi di civil law per realizzare opere che prevedono un'integrazione tra settore pubblico e privato.

Lo sviluppo di questo modello è stato favorito dalla grave situazione in cui si trova la finanza pubblica che non è in grado di far fronte al fabbisogno infrastrutturale e dall'esigenza di un approccio imprenditoriale nel campo degli investimenti in opere pubbliche; questo ha spinto la Pubblica Amministrazione ad avvalersene sempre con maggiore convinzione e farne uno strumento coerente con i principi di trasparenza ed efficienza nell'azione amministrativa e nell'allocazione delle risorse pubbliche.

L'origine del project financing è risalente al 1929 quando la Corona inglese negoziò una forma di prestito con la famiglia fiorentina dei Frescobaldi per l'avvio e lo sviluppo di una miniera d'argento nelle colline del Devon.

Tale strumento venne successivamente impiegato, con un successo discreto, anche per finanziare le spedizioni commerciali in Asia tra il XVII e XVIII secolo: gli investitori fornivano i fondi alle compagnie delle indie olandesi o britanniche per i viaggi che essi affrontavano ed erano ripagati tramite la liquidazione del carico di merci in proporzione alla loro quota di partecipazione; inoltre, tra il 1840 e il 1860, gran parte della rete ferroviaria europea fu realizzata con tecniche di finanziamento molto simili a quella in esame⁸.

⁸ A.COLETTA, Project financing nell'esperienza italiana, in Appalti, urbanistica, edilizia, 1999, s61 e ss.

Tuttavia è solo durante gli anni trenta del secolo scorso, negli Stati Uniti, che il project financing conosce le prime applicazioni, con caratteristiche simili a quelle attuali, in relazione allo sfruttamento di giacimenti petroliferi.

Dopo la seconda guerra mondiale, tale tecnica si è affermata a livello mondiale in quei settori che richiedevano investimenti cospicui: settore energetico e minerario.

Negli ordinamenti di civil law le prime forme organizzate di project financing fanno la loro apparizione solo nei primi anni '90 del Novecento.

Proprio in relazione all'origine di questo fenomeno economico appare difficoltoso fornire una definizione in grado di mettere in evidenza tutti gli aspetti tipici e caratterizzanti; infatti, diversi e numerosi sono stati i tentativi per definirlo sottolineandone un solo aspetto.

Secondo parte della dottrina il project financing si può definire come “un'operazione di finanziamento concernente una determinata iniziativa, promossa e sostenuta da alcuni soggetti (promotori) che costituiscono una società (società di progetto) allo specifico scopo di realizzarla e gestirla, che viene sottoposta ad altri soggetti (azionisti, istituti di credito) affinché valutino l'opportunità di finanziarla in base alla sua capacità di generare ricavi e nella quale i flussi di cassa derivanti dalla gestione del progetto costituiscono la fonte principale nel ripagare il debito e remunerare il capitale di rischio investito⁹”; secondo altri il project financing “vuol dire fornire la copertura finanziaria ad importanti investimenti basandosi sul progetto in quanto tale, sulla sua validità, sulla sua corretta gestione e

⁹ A.M.ALBERTI, La struttura del project financing, in Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza, 1997.

quindi sulla sua capacità di produrre reddito per un determinato periodo di tempo¹⁰”.

Tuttavia, sia le definizioni dottrinarie che quelle giurisprudenziali si fondano su una matrice di tipo economico proprio perché il project financing nasce in campo economico ma soprattutto perché è stato oggetto di studio in questo settore.

In tale contesto, si coglie la nozione fornita da uno dei maggiori studiosi in materia secondo cui siamo in presenza di “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 dell’unità economica in oggetto come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell’unità economica come garanzia collaterale del prestito¹¹”.

Occorre, tuttavia, precisare che il dato economico non può essere trascurato o superato per la mancata indicazione dei meccanismi giuridici che presiedono all’operazione costituendo il primo nucleo dal quale il giurista deve attingere le fondamentali indicazioni di tale tecnica di finanziamento, al fine, poi, di cogliere i corrispondenti profili problematici dal punto di vista della relativa disciplina.

Vi è, infatti, chi partendo dalla definizione nevittiana ha considerato il project financing come “un’operazione volta ad un investimento specifico per la realizzazione di un’opera pubblica o di interesse pubblico e/o la gestione di un servizio pubblico, su iniziativa di promotori o sponsor anche privati¹²”, oppure chi lo ha considerato come “una metodologia per realizzare progetti di investimento in mercati ad ampia diffusione, domanda rigida, tecnologia standardizzata, con flussi costanti in situazioni

¹⁰ A.COLETTA, Project Financing, op.cit., 262.

¹¹ P.K.NEVITT, Project Financing, Bari, 1987, 13.

¹² M.BALDI-G.DE MARZO, Il project financing nei lavori pubblici, Milano, 2001, 2.

finanziarie scarse, dove gli operatori si suddividono ruoli e rischi per una remunerazione a tempo determinato¹³”.

Oppure chi, partendo in maniera più dettagliata, come “un’organizzazione costituita da una pluralità di soggetti allo scopo di finanziare la realizzazione e la gestione di un bene economico, in grado di remunerare, attraverso il proprio cash flow (flusso di cassa), l’investimento iniziale ad un tasso di rendimento di mercato la cui caratteristica peculiare risiede nel fatto che i finanziatori accettano, a garanzia dei prestiti concessi, i flussi di cassa prodotti dalla gestione dell’opera, resi il più possibile stabili dai soggetti partecipanti all’operazione, attraverso accordi contrattuali volti alla ripartizione dei rischi connessi all’iniziativa¹⁴”.

Sulla base di tali prospettive, il project financing potrebbe qualificarsi come l’insieme dei contratti volti alla suddivisione dei rischi, connessi all’operazione, tra i vari operatori che vi intervengono al fine di consentire la realizzazione di un’opera pubblica senza incidere sulle casse dello Stato.

¹³ R.RISMONDO, Operazioni di project financing, 2004, Trieste, 13.

¹⁴ P.ROSTIROLLA, La fattibilità economico-finanziaria. Metodi e applicazioni, Napoli, 1998, 325.

2.2 Panoramica normativa

Il project financing è stato introdotto nell'ordinamento italiano con la cosiddetta Merloni-ter (l. n. 415/1998) che ha introdotto nella legge Merloni (l. n.109/1994) gli articoli da 37 bis a 37 nonies.

L'obiettivo era quello di mettere in atto un sistema alternativo per l'Affidamento della realizzazione di opere pubbliche rispetto ai sistemi tradizionali;

Il passaggio della disciplina della finanza di progetto dalla legge Merloni-ter al Codice dei contratti pubblici non ha portato a grandissime modificazioni, se non in riferimento al fatto che si possono applicare le disposizioni in materia di project financing anche ai servizi e le modalità devono essere stabilite nel regolamento.

Nel tempo sono occorse diverse modifiche e la prima è avvenuta con la legge n.66/2002 (primo decreto correttivo) con l'obiettivo di rendere maggiormente flessibile l'iniziativa, per favorirne la diffusione.

In tal senso è stato introdotto il diritto di prelazione, cioè “ la possibilità per il promotore di adeguare la propria offerta a quella risultata più conveniente dall'Amministrazione all'esito dell'intero e complesso procedimento di articolazione del project financing”.

Tale diritto è stato oggetto di rilievi da parte della Commissione Europea, che ha mosso delle critiche contro tale strumento e contro la normativa italiana poiché minerebbe la par condicio dei concorrenti; tali pareri negativi hanno portato all'apertura della procedura d'infrazione contro lo Stato italiano.

All'epoca un'operazione di finanza di progetto poteva essere avviata solo per iniziativa del privato, ma a monte ci doveva essere la redazione da parte della Pubblica Amministrazione di un piano triennale; all'interno di tale

programmazione dovevano essere inserite quelle opere pubbliche o di pubblica utilità ritenute necessarie per la collettività.

Il 1° Agosto 2002 è stata emanata la Legge n.66/2002, pubblicata due giorni dopo sulla Gazzetta Ufficiale, ed ha apportato delle modifiche alla precedente L. n.415/1998 ed in particolare all'art. 37- bis e seguenti.

Considerano il comma 1 dell'art.37-bis, novellato nel 2002, “i promotori possono presentare proposte entro il 30 giugno di ogni anno oppure, nel caso in cui entro tale scadenza non siano state presentate proposte per il medesimo intervento, entro il 31 dicembre dello stesso anno. Tali proposte debbono contenere uno studio di inquadramento territoriale ed ambientale, uno studio di fattibilità, un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico finanziario asseverato da un istituto di credito o da una società di revisione ai sensi dell'articolo 1 della legge 23 novembre 1939, n. 1966, una specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione nonché l'indicazione degli elementi di cui all'articolo 21, comma 2 lettera b), e delle garanzie offerte dal promotore all'amministrazione aggiudicatrice; il regolamento detta indicazioni per chiarire ed agevolare le attività di asseverazione”.

Nella legge viene inoltre disposto che ” i soggetti pubblici e privati possono presentare alle amministrazioni aggiudicatrici, nell'ambito della fase di programmazione di cui all'articolo 14 della presente legge, proposte d'intervento relative alla realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità e studi di fattibilità.

Tale presentazione non determina, in capo alle amministrazioni, alcun obbligo di esame e valutazione ; infatti, le amministrazioni possono adottare, nell'ambito dei propri programmi, le proposte di intervento e gli studi ritenuti di pubblico interesse; l'adozione non determina alcun diritto

del proponente al compenso per le prestazioni compiute o alla realizzazione degli interventi proposti”;

Il comma 2-bis stabiliva le forme di pubblicità delle proposte dei promotori, infatti “ entro venti giorni dalla avvenuta redazione dei programmi di cui al comma 1, le amministrazioni aggiudicatrici rendono pubblica la presenza negli stessi programmi di interventi realizzabili con capitali privati, in quanto suscettibili di gestione economica”.

La pubblicità avveniva mediante avviso indicativo da pubblicarsi con differenti modalità:

- tramite tutte quelle indicate all’art. 80 del regolamento generale di cui al decreto del Presidente della Repubblica 21 dicembre 1999, n.554 cioè gazzetta ufficiale della Unione europea, gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, almeno due quotidiani a diffusione nazionale e almeno due quotidiani a diffusione regionale;
- l’affissione presso la sede dell’amministrazione per almeno sessanta giorni consecutivi;
- pubblicazione dell’avviso sul sito informatico individuato con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri ai sensi dell’art. 24, L. 24 novembre 2000, n. 340, quando tale sito sarà istituito;
- se istituito, sul sito informatico dell’amministrazione aggiudicatrice;
- infine, l’avviso è trasmesso all’Osservatorio dei lavori pubblici, che a sua volta ne dà pubblicità.

Tali modalità costituivano per legge veri e propri “obblighi di comunicazione” fermi i quali le amministrazioni avevano facoltà di pubblicare lo stesso avviso facendo ricorso a differenti modalità, purché nel rispetto dei principi di cui all’Art.1, comma 1, della Legge Merloni, ossia tempestività, trasparenza e correttezza nel rispetto del diritto comunitario e della libera concorrenza tra gli operatori.

Ai sensi del comma 2-ter dell'art.37-bis venivano estesi al procedimento, che prendeva avvio con la proposta del promotore, i principi di cui alla legge n.241/1990; in questi si stabiliva che entro quindici giorni dalla ricezione della proposta le Amministrazioni aggiudicatrici dovessero provvedere alla nomina ed alla comunicazione al promotore del nominativo del responsabile del procedimento, nonché della preliminare istruttoria mediante verifica della completezza dei documenti presentati e l'eventuale dettagliata richiesta di integrazione. Per la valutazione della proposta del promotore, visto che il termine per la presentazione di esse non era più perentorio (il 30 giugno) ma poteva essere eventualmente anche il 31 dicembre, con la sopracitata legge, inoltre, si introduceva il termine dei quattro mesi dal momento di ricezione della proposta. Tale termine era altresì prorogabile, se necessario, previo accordo scritto tra il responsabile del procedimento ed il promotore.

Nell'art.37-quater (novellato dalla legge 66/2002), si stabiliva una norma di favore per il promotore e cioè che in fase di procedura negoziata, in cui si comparavano la proposta del promotore e quella di altri concorrenti, il promotore poteva adeguare la propria proposta a quella di un terzo che l'amministrazione aveva giudicato più conveniente.

Una volta che, rispetto alla Merloni-ter, erano stati spostati in avanti i termini per la presentazione della proposta e quelli per la pronuncia sulla stessa, con la nuova legge si spostarono in avanti anche i termini per l'amministrazione aggiudicatrice per l'indizione di una gara che anticipasse la procedura negoziata per l'affidamento della concessione al promotore o ad altro concorrente. Infatti, ai sensi del novellato articolo 37-quater comma 1, il termine fu fissato in tre mesi decorrenti dalla pronuncia sulla proposta.

Per quanto riguarda il rimborso spese dovuto dal promotore aggiudicatario agli altri partecipanti alla procedura negoziata, ai sensi dell'Articolo 37-
quater tale rimborso era dovuto solo se la gara era stata esperita mediante appalto concorso e nella successiva procedura negoziata il promotore fosse risultato aggiudicatario. Con la novella era stato altresì deciso che era dovuto solo il rimborso delle spese effettivamente sostenute e documentate dagli altri due offerenti, e non in base alla bontà delle offerte nel limite massimo dell'importo di cui all'art. 37-bis comma 1, ultimo periodo (precedentemente si assegnava il 60% del rimborso al migliore dei due offerenti ed il restante 40% al secondo).

Il secondo decreto correttivo del Codice dei Contratti Pubblici (D. Lgs. n.113/2007) ha soppresso il diritto di prelazione in favore del promotore, introdotto dal primo decreto correttivo del 2002, ed il fine ultimo di tale secondo decreto era quello di rendere appetibile lo strumento del project anche per quelle opere cd. "fredde".

Prima di arrivare a trattare del terzo decreto correttivo, del 2008, c'è da fare riferimento alla procedura d'infrazione n.2309/2007 iniziata dalla Commissione Europea nei confronti dello Stato Italiano; pur prendendo atto della soppressione del diritto di prelazione, in sede comunitaria sono state mosse critiche riguardo all'assenza di pubblicità a livello comunitario degli avvisi diretti a scegliere il promotore, al fatto che il promotore (che partecipa di diritto alla procedura negoziata) mantenga una posizione di vantaggio, ed all'incompatibilità delle norme del Codice che rinviano al Project Financing.

Partendo dalle critiche mosse dalla Commissione Europea, passando per quelle della Corte dei Conti e del Consiglio di Stato, si è arrivati al terzo Decreto correttivo (noto come D. Lgs. n.152/2008) con la novità del ripristino dell'istituto della prelazione nell'ambito di talune ipotesi (la

Corte di Giustizia Europea con la sentenza del 21 Febbraio 2008 non afferma l'esistenza di profili anticomunitari nel diritto di prelazione, che era stato soppresso dal decreto legislativo n. 113 del 31 Luglio 2007.

Altre novità riguardano la riduzione degli articoli che prima componevano il meccanismo principale della finanza di progetto (nove), che sono passati a sette (prima dal 152 al 160, ora non esistono più gli articoli 154 e 155), anche se il cuore della disciplina era racchiuso negli articoli dal 153 al 155. Ora l'articolo fulcro è diventato il 153 ("Finanza di Progetto") con 21 commi che tratta di tutti gli aspetti dell'operazione, dei soggetti che possono partecipare, dei documenti che debbono, imprescindibilmente, essere messi a base di gara.

Rispetto alla situazione ante D. Lgs. n.158/2008, l'unica via di attivazione della finanza di progetto precedentemente prevista (di natura privata) è stata affiancata da due possibili iniziative pubbliche (procedura monofasica" e procedura "bifasica"). Nel caso di iniziativa pubblica la procedura si avvia senza alcuna necessità di un'azione del privato, anche se permane, comunque, la possibilità per il privato di presentare proposte nell'ambito della fase di programmazione (Art. 153, commi 19 e 20).

Relativamente al rapporto contrattuale che si instaura tra le Amministrazioni aggiudicatrici ed il soggetto aggiudicatario, è possibile che le prime, a titolo di prezzo, possano corrispondere al privato concessionario in proprietà o in diritto di godimento beni immobili che siano nella disponibilità (prima dell'aggiudicazione della concessione) dell'amministrazione o espropriati allo scopo dell'utilizzazione e che presenti i requisiti di strumentalità o connessione con l'opera da affidare in concessione, oppure beni immobili che non rientrano più nella funzione di soddisfare un interesse pubblico. Il fatto che l'utilizzo dei beni immobili debba essere strumentale o connesso all'opera da affidare in concessione

sta ad indicare che tale utilizzo deve essere finalizzato ad agevolare la gestione dell'opera da realizzarsi da parte del concessionario.

Per la normativa (già dal primo decreto correttivo del 2002) è possibile corrispondere l'accordato prezzo della concessione anche nel corso dell'esecuzione dei lavori.

Come presupposto indefettibile all'avvio di una procedura di project è indicato al comma 1 dell'articolo 153 del Codice l'inserimento del lavoro (pubblico o di pubblica utilità) da realizzarsi nella programmazione triennale e nell'elenco annuale di cui all'art.128 o negli strumenti di programmazione che sono stati approvati formalmente dall'Amministrazione in base alla normativa vigente.

La ratio di tale norma è evitare che si avvii un procedimento di realizzazione delle opere per le quali l'Amministrazione non abbia già, autonomamente e preventivamente, fatto una valutazione di necessità. Mentre tale ratio era giustificata nel caso della normativa precedente, quando a dare avvio alla procedura era solo un'iniziativa dei soggetti privati, ora si pone qualche perplessità soprattutto confrontando il comma 1 dell'Art.153 con quanto disposto all'Articolo 128 comma 5 e sembrerebbe più opportuna l'applicazione della seconda disposizione di legge in base alla quale “ i lavori non compresi nell'elenco annuale o non ricadenti nelle ipotesi di interventi imposti da eventi imprevedibili o calamitosi, nonché modifiche dipendenti da sopravvenute disposizioni de legge o regolamentari ovvero gli altri atti amministrativi adottati a livello statale o regionale non possono ricevere alcuna forma di finanziamento da parte di Amministrazioni pubbliche”.

Tal decreto del 2008, viene tuttavia messo da parte poiché si procede all'emanazione del d.lgs n.70 del 13 maggio 2011, recante “Prime disposizioni urgenti per l'economia”, il quale propone un incremento del

prodotto interno lordo attraverso la riduzione dei tempi di realizzazione delle opere pubbliche: vengono così a semplificarsi le procedure di affidamento dei relativi contratti pubblici, garantendo allo stesso tempo un sistema di controllo più efficace.

Esso è volto all'ampliamento dei percorsi a disposizione del contraente privato, incentivandone presentazione di proposte, mentre nel decreto del 2008 tale fine si perseguiva mediante il diritto di prelazione a favore del promotore.

Va considerato, che il decreto n.70 estende la facoltà di proposta anche alla locazione finanziaria, riconoscendole una posizione qualificata nel sistema delle operazioni infrastrutturali realizzate con un alto grado di leva finanziaria.

2.3 Il rischio nelle operazioni di project finance

I rischi sono legati alla situazione del sistema socio-territoriale ove viene programmata l'iniziativa e sono individuati per indirizzare nel modo migliore gli approcci progettuali; i principali, riguardanti le concessioni con finanza di progetto, possono essere così identificati:

- di natura imprenditoriale, dovuti alle effettive difficoltà operative, non sufficientemente valutate in sede di analisi di fattibilità;
- tecnologici e tecnici in genere, collegati cioè ad aspetti diversi quali: sopravvenuta obsolescenza, scarsa accoglienza delle soluzioni adottate da parte degli utenti, ecc.;
- ambientali (legati alle autorizzazioni, permessi, costi dovuti alle bonifiche ambientali, ecc.);
- di carattere economico o finanziario (errata valutazione dei costi e dei ricavi, eccessiva incidenza della svalutazione nel tempo o sottostima della tariffa applicata, ecc.);
- di gestione (spesso sottovalutata, collegata ai costi del personale, alle tariffe applicate, all'abilità imprenditoriale del soggetto gestore, al rispetto degli obblighi assunti dall'amministrazione concedente, ecc.);
- politico – amministrativo, quali quelli legati al rispetto degli obblighi assunti dall'amministrazione concedente, ecc.

I rischi imprenditoriali sono dovuti all'insufficiente valutazione del bacino d'utenza, che non consente di attivare il livello di tariffe in grado di generare il flusso di cassa positivo. Per evitare ciò, oltre ad una attenta analisi, si può includere una clausola del tipo "*take or pay*" con la pubblica amministrazione concedente, vincolandola ad una precisa acquisizione di servizi, al di sotto della quale deve far fronte con propri mezzi alla società di progetto. Un esempio tipico è quello della costruzione di un parcheggio in cui l'amministrazione non ponga dei vincoli per la sosta ordinaria nelle vicinanze facendo scendere il numero degli utilizzatori. Inoltre può esistere un rischio di managerialità del gruppo concessionario, che potrebbe essere superato sviluppando delle specializzazioni contigue in grado cioè di coprire in parte funzioni simili dai diversi partner della project company.

I rischi tecnologici sono connessi con errori di scelta del processo così da renderlo insufficiente ad erogare il servizio nei tempi, nei modi e nella qualità richiesta dagli utenti.

Sempre per l'esempio del parcheggio la scelta di un sistema meccanizzato troppo lento nel restituire le autovetture o con periodi troppo lunghi di malfunzionamento possono far fallire l'operazione. I ritardi nella realizzazione determinano un ritardo nel tempo di utilizzo del progetto tale in alcuni casi da creare gravi squilibri finanziari con richieste di costose ricapitalizzazioni per la project company (un classico esempio al riguardo è stato il ritardo di avvio del tunnel sotto la Manica).

I rischi ambientali costituiscono una categoria da tenere fortemente in considerazione, vista la rinnovata ed attenta legislazione in materia e l'attenzione da parte della società e delle associazioni ambientaliste via via crescenti. Uno studio di valutazione di impatto o di compatibilità

ambientale costituisce il modo migliore di cautelarsi da questi rischi e di intraprendere sin nelle fasi di progetto e di valutazione le necessarie contromisure.

I rischi economici sono legati agli errori di identificazione del costo di realizzazione del progetto e, più frequentemente, a quelli di valutazione dei costi manutentivi. Le errate valutazioni derivano in parte da sottostime ottimistiche, generate dalla comune volontà delle parti di far decollare un'operazione di investimento, dall'altra da errori progettuali di cui se ne risente l'effetto durante la costruzione o l'esercizio, con costosi lavori di rifacimento o di manutenzione ordinaria e straordinaria. L'errore di valutazione dei costi gestionali può essere dovuto all'inesperienza della *project company* spesso costituita da realizzatori, quasi mai da gestori.

I rischi finanziari derivano da un'errata valutazione delle tariffe del servizio, dall'inflazione non considerata nella concessione per una durata forse eccessiva. Tra i rischi finanziari possono individuarsi anche quelli di cambio in contesti di finanziamento internazionali e vanno adeguatamente coperti con specifiche operazioni di "*swap*" e "*future*". I rischi finanziari di approvvigionamento del capitale vanno frazionati tra più Istituti finanziatori, e tra diverse forme di debiti proprio per evitare un "*effetto domino*" sull'investimento.

I rischi di gestione sono dovuti al bacino d'utenza, alla quota di mercato, alla manutenzione non adeguatamente programmata e studiata, ed alla possibile obsolescenza tecnologica che renderebbero superato il servizio all'utenza in tempi non compatibili con il periodo di servizio al debito del progetto.

I rischi politici sono legati alla possibilità di cambio di politica tariffaria specie per le infrastrutture sociali (ospedali, scuole, musei, auditorium ecc.), nonché alle normative d'interesse per il progetto.

L'analisi dei rischi, come possibilità che un evento possa verificarsi, può essere utilmente condotta con metodologie semiprobabilistiche, del tipo analisi costi/benefici, analisi multicriteria, ecc.

La durata del ciclo di vita del servizio costituisce l'elemento da approfondire ed è spesso causa degli insuccessi del project financing, proprio per la sua diretta connessione con la magnitudo dei fattori di rischio. Ipotizzare dei tempi di ritorno degli investimenti troppo ottimistici, se da un lato consente una più agevole reperibilità dei capitali, determina spesso delle perdite nei project financing: periodi eccessivamente lunghi aumentano i rischi di cui sopra e scoraggiano gli investitori

Qualora si presentasse un equilibrio finanziario sopra i trenta anni, il progetto è evidentemente non remunerativo senza interventi finanziari di sostegno da parte dell'amministrazione o di aumento della durata della concessione. In generale un progetto di project financing deve consentire un recupero dell'investimento in un periodo compreso tra i 10 ed 20 anni.

CAPITOLO TERZO

In relazione all'allocazione dei rischi in capo ai soggetti che prendono parte ad un'operazione di project financing, riconosciamo:

- i promotori;
- la società di project financing, detta anche special purpose vehicle o project company;
- l'amministrazione concedente;
- i finanziatori.

3.1 I promotori

Rappresentano la figura che promuove l'operazione e ve ne danno impulso; essi, non solo assumono l'iniziativa di realizzare un determinato progetto e di attuarlo mediante la tecnica del project financing, ma forniscono anche alla società parte delle risorse finanziarie e, attraverso essa, gestiscono l'opera e ne assicurano il funzionamento.

Quella dei promotori è la figura più presente nell'arco di un'operazione di project financing: essi infatti avviano la fase progettuale dell'opera, ne seguono la realizzazione e la successiva fase gestoria¹⁵.

I possibili promotori possono essere individuati con: i soggetti che traggono vantaggio immediato dalla realizzazione del progetto, cosiddetti promotori industriali tra i quali rientrano quei soggetti interessati a fornire altri servizi o forniture nell'ambito dell'iniziativa progettuale; i soggetti pubblici che, attraverso la promozione della realizzazione di opere e infrastrutture intendono realizzare interessi

¹⁵ G.IMPERATORI, La finanza di progetto, pag.80.

pubblici assicurandosi un controllo sulla realizzazione del progetto; i soggetti che, al di fuori di qualsiasi attinenza industriale al progetto o di interessi pubblici siano interessati a partecipare esclusivamente al fine di trarre un guadagno dall'iniziativa.

A tal proposito parte della dottrina ha osservato che, essendo le opere da realizzare già individuate dalla P.A., la proposta privata assumerebbe natura di stimolo ad un procedimento che l'Amministrazione dovrebbe comunque avviare "sicchè la legge anziché porre in essere un mezzo per avvalersi delle capacità propositive dei privati rischia di rivelarsi come un vano tentativo di scaricare sui privati quei compiti che spetterebbero invece alla P.A.¹⁶".

¹⁶ M.Zoppolato, Il project financing, Legge quadro sui lavori pubblici, Milano, 1949, 572.

3.2 La società veicolo

La società di project financing viene costituita ad hoc per la realizzazione del progetto; una delle sue peculiarità risiede nel dar vita ad un finanziamento fuori bilancio rispetto alla situazione contabile dei promotori.

Soprattutto quando si verificano investimenti ingenti, l'esigenza maggiormente avvertita è quella di isolare i rischi e le responsabilità dei promotori da quelli del progetto: concentrare il finanziamento in un centro autonomo di riferimento, separato dalle altre attività dello sponsor.

Questo effetto si realizza costituendo un ente societario ad hoc (società veicolo), cui vengono affidati i mezzi e la realizzazione dell'opera.

La costituzione di un'entità giuridica ed economica autonoma rispetto ai promotori dell'iniziativa ed evita, quindi, la confusione del patrimonio degli sponsors e di quello prodotto dal progetto e pone la società veicolo in una posizione di particolare rilevanza.

Generalmente viene costituita con un capitale sociale minimo, purchè sufficiente a far fronte agli impegni assunti.

I promotori opteranno per la forma giuridica più adeguata all'iniziativa, ma la caratteristica ricorrente di queste società è la responsabilità limitata al capitale sociale.

Sul piano normativo è rappresentata dall'art. 156 del codice dei contratti pubblici dalla cui analisi si possono mettere in evidenza alcuni punti chiave:

- in primo luogo la costituzione della SPV sia rimessa alla libera scelta dell'aggiudicatario;
- in secondo luogo vengono indicate le forme societarie prevedendosi solo quelle delle s.p.a. o della s.r.l.

Infine viene stabilito che la SPV subentra all'aggiudicatario senza che siano necessarie autorizzazioni o approvazioni e tale subentro non rappresenta cessione del contratto ed essa diviene concessionaria a titolo originario.

La SPV "diventa concessionaria a titolo originario" nel senso che essa conclude il contratto direttamente con la P.A. e non subentra a un precedente contratto concluso dall'aggiudicatario.

3.3 L'amministrazione concedente

La pubblica amministrazione nell'ambito delle opere pubbliche si caratterizza per un'attività che prevede una pluralità di competenze esclusive e primarie in merito alla realizzazione e gestione delle stesse.

Il ruolo che la pubblica amministrazione sceglie in concreto può essere diverso a seconda che partecipi direttamente, entrando a far parte della società veicolo, oppure decida di gestire direttamente l'iniziativa emanando un bando di gara per l'aggiudicazione di una concessione di costruzione e gestione dell'opera.

Inoltre la pubblica amministrazione può assumere il ruolo contemporaneamente di promotrice dell'opera, di finanziatrice parziale o di garante qualora fornisca garanzie pubbliche alle obbligazioni contratte dalla società veicolo.

A tal proposito, nel nostro caso di specie, la città e la circoscrizione di Torino competente si avvalgono di personale proprio o esterno, appositamente incaricato per effettuare controlli sulla regolare fruizione delle aree da parte dei cittadini.

Per esigenze di ordine pubblico la città e la circoscrizione garantiranno l'ordinaria attività di vigilanza della Polizia Municipale; qualora dovessero essere accertate violazioni degli obblighi assunti dal proponente (Juventus F.C.), la città provvederà a inviare al proponente una motivata diffida ad adempiere entro un termine congruo.

La città di Torino, inoltre, si impegna a garantire al proponente, a titolo gratuito, la disponibilità, per tutto il periodo necessario, delle aree e degli spazi pubblici esterni alla delimitazione del Piano Esecutivo Convenzionato, di proprietà del comune di Torino ed attualmente utilizzate

per viabilità e marciapiedi, necessari per la realizzazione delle opere di urbanizzazione, facilitando a tal fine gli eventuali provvedimenti necessari.

Il proponente solleva la Città da qualsiasi responsabilità derivante dall'uso delle aree pubbliche utilizzate per i fini sopra elencati.

L'esenzione è concessa per il periodo convenuto, oppure fino al termine ultimo coincidente con la fine dei lavori.

A prescindere dal sostegno finanziario al progetto e dall'esistenza di un rapporto concessorio, la pubblica amministrazione può influire anche indirettamente sulle operazioni di project financing in diversi modi: intervenendo come controparte commerciale del progetto, prevedendo degli incentivi fiscali o riducendo i rischi.

Dal punto di vista istituzionale, al fine di promuovere lo sviluppo del project financing, la legge 144/1999 ha istituito, presso il CIPE, l'Unità tecnica di Finanza di Progetto (UFP); i suoi compiti sono:

- la promozione, all'interno delle pubbliche amministrazioni, dell'utilizzo di tecniche di finanziamento di infrastrutture con ricorso a capitali privati;
- l'assistenza alle amministrazioni pubbliche nell'attività di individuazione delle opere realizzabili con capitali privati;
- l'assistenza alle pubbliche amministrazioni nello svolgimento delle varie fasi in cui si svolge la procedura di affidamento.

L'UFP è tenuta, infatti, a fornire i propri servizi a tutte le amministrazioni che ne facciano richiesta nelle varie fasi di un procedimento che implichi il coinvolgimento di risorse private per la realizzazione e la gestione di infrastrutture di pubblica utilità.

3.4 I finanziatori

Tra la pluralità dei soggetti che intervengono in un'operazione di project financing, un ruolo centrale è ricoperto dai finanziatori, cioè quei soggetti che concorrono all'iniziativa mettendo a disposizione del promotore i capitali necessari alla realizzazione del progetto.

In tal caso, occorre distinguere tra fornitori di capitale di debito, come ad esempio il mutuo, che sono tecnicamente detti finanziatori e i sottoscrittori del capitale di rischio, come ad esempio gli azionisti della società veicolo, propriamente detti investitori.

Tra i finanziatori una posizione preminente è occupata dalle banche le quali possono assumere ruoli differenti rispetto a quello tradizionale; è possibile individuare tre ruoli svolti dagli istituti di credito¹⁷:

- il financial advisor, dove viene svolta una funzione di consulenza del progetto al fine di verificarne la fattibilità e la finanziabilità;
- l'arrenger, dove la banca funge da collegamento tra gli esecutori dell'opera e gli altri finanziatori, poiché si occuperà dell'organizzazione e negoziazione dei termini del contratto di finanziamento nonché dei contratti accessori di garanzia negoziando con i promotori, collocando il finanziamento nei mercati di capitali al fine di assicurarne la sottoscrizione diretta di un certo ammontare massimo;
- il lender, inteso come il soggetto tradizionale che concede un prestito.

¹⁷ T.RUSSO, Manuale di diritto e tecnica del project financing, Napoli, 2010, 45 e ss.

3.5 Gli aspetti oggettivi

La struttura di un'operazione di project financing si presenta come complessa non solo per l'elevato numero di soggetti che ne prendono parte, ma anche per la varietà di fattispecie procedimentali e contrattuali intercorrenti tra gli attori principali del progetto, aventi al centro la società veicolo e volte a determinare le modalità di ripartizione dei rischi del progetto stesso¹⁸.

In dottrina si è sostenuto che il project financing “consista in una sommatoria di singoli contratti che ne costituiscono la struttura¹⁹”.

3.5.1 Il contratto di finanziamento

Esso riveste un ruolo di centralità e poggia sul rapporto fondamentale di ogni operazione di project financing, ossia il rapporto tra lenders e società veicolo.

In considerazione della ricorrente pluralità di soggetti finanziatori professionali spesso si assiste alla creazione di fenomeni associativi, c.d. pool, all'interno dei quali è possibile riscontrare ulteriori complesse relazioni contrattuali volti a disciplinare i rapporti interni al pool.

3.5.2 Il contratto di costruzione

Assume particolare rilevanza e la cui mancanza si tradurrebbe nel venir meno della fase di realizzazione del project financing.

¹⁸ T.RUSSO, *Manuale di diritto e tecnica del project financing*, Napoli, 2010, 58.

¹⁹ V.MISCALI, *Il project financing*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, 729.

Il legame tra la società veicolo e l'operatore economico incaricato della realizzazione dell'opera è regolato da una serie di contratti di engineering, impiantistica, costruzione e dai c.d. turn key contract.

Tali contratti sono caratterizzati dalla presenza di una serie di strumenti di garanzia quali la clausola "a prezzo fisso e chiavi in mano" secondo cui i costi eccedenti le previsioni saranno imputati all'operatore economico incaricato alla realizzazione.

3.5.3 Il contratto di fornitura

Assume un ruolo determinante poiché il buon esito del project financing è influenzato dall'approvvigionamento di materie prime e dei servizi necessari alla produzione, nonché dal loro costo di acquisto.

La rilevanza di tale relazione contrattuale è testimoniata dal fatto che i finanziatori considerano la conclusione di questo contratto come condizione per il finanziamento.

Spesso in tali contratti di fornitura si configura un'obbligazione per la quale il fornitore si obbliga incondizionatamente ad effettuare una somministrazione periodica di beni o servizi determinati e la società di progetto dovrà corrispondere un prezzo fisso o comunque non superiore ad un ammontare massimo preventivato.

Tale obbligazione ha carattere incondizionato come emerge dalla circostanza che la fornitura deve essere eseguita nel rispetto delle pattuizioni iniziali relative al prezzo, alla quantità e alla qualità, anche nel caso di impossibilità materiale della prestazione dovuta.

3.5.4 I contratti di commercializzazione

I contratti di commercializzazione stipulati tra la società di progetto, cioè la fornitrice del prodotto o servizio, e l'acquirente finale sono volti ad assicurare la redditività del progetto, i c.d. cash flows.

Tale contratti possono essere conclusi anche precedentemente alla realizzazione dell'opera qualora lo stesso acquirente sia individuabile in anticipo: tali negoziazioni, seppure fondate su un livello potenziale di produzione, permettono di determinare con esattezza il flusso di cassa assicurando il ritorno dei finanziamenti.

Si tratta dei c.d. contratti take or pay e trough put con i quali gli acquirenti si obbligano ad acquistare una predeterminata quantità di prodotto finito per un certo prezzo, o in ogni caso a corrispondere alla società veicolo degli importi predeterminati anche in mancanza della fornitura del prodotto.

CAPITOLO QUARTO

4.1 Partnership, caratteristiche e finalità

Le recenti modifiche apportate dal Codice dei contratti pubblici in tema di project financing non chiariscono la portata e il potenziale della collaborazione pubblico-privato, che appare ancora confinata nell'ambito dei lavori pubblici, con l'interesse del soggetto privato sbilanciato sugli aspetti della valorizzazione immobiliare.

In Italia sono state introdotte, in tempi non recenti, le procedure di Partenariato Pubblico Privato (PPP).

Le formule di partenariato tra la Pubblica Amministrazione e l'imprenditore privato hanno origine alla fine degli anni ottanta del secolo scorso, nell'ambito dei provvedimenti di contenimento della spesa pubblica che, oltre la contrazione dei trasferimenti erariali, miravano anche all'avvio di un processo di responsabilizzazione delle Regioni e degli Enti locali territoriali in materia di finanza pubblica.

Con diversi provvedimenti legislativi si dispone che:

- in materia di opere pubbliche, per ricorrere al finanziamento pubblico di un investimento, gli Enti locali debbano approvare il piano finanziario con il quale dimostrare l'effettiva possibilità sia di rimborsare il mutuo sia le spese di gestione;
- in materia di servizi pubblici, le tariffe debbano essere determinate in maniera da assicurare l'equilibrio economico-finanziario dell'investimento;
- per la realizzazione delle opere pubbliche, possa essere autorizzata la costituzione di società miste tra enti locali e privati.

Il partenariato pubblico privato non offre una precisa definizione normativa nel diritto comunitario, né in quello nazionale.

In generale, il concetto di PPP si riferisce ad una vasta gamma di modelli di cooperazione tra le autorità pubbliche ed il mondo delle imprese, finalizzati a garantire il finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione dei relativi servizi.

Nel “Libro Verde relativo ai partenariati pubblico-privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e concessioni”, la Commissione Europea fornisce utili orientamenti in materia, illustrando le caratteristiche e le diverse forme dell’istituto.

La Commissione Europea effettua una distinzione tra il partenariato istituzionale ed il partenariato contrattuale.

Il partenariato istituzionale sottende la cooperazione tra il settore pubblico e quello privato in seno ad un’entità distinta.

Presuppone, infatti, l’esistenza di una struttura che abbia il compito di assicurare la fornitura di un’opera o di un servizio a favore della collettività.

La particolare caratteristica è che questa struttura può essere indistintamente gestita o dall’imprenditoria privata o dalla Pubblica Amministrazione.

Il partenariato contrattuale, al contrario, si basa su rapporti convenzionali tra settore pubblico e settore privato per l’affidamento di opere pubbliche.

In linea con questo assunto, un modello che si distingue è quello concessorio, caratterizzato dall’esistenza di un rapporto diretto tra privato e l’utente finale, fornendo un servizio al pubblico in sostituzione e sotto il controllo della Pubblica Amministrazione.

Il modello concessorio si distingue anche per le modalità di retribuzione del privato; quest'ultimo infatti trae il compenso da quanto riscosso dagli utenti del servizio.

Nell'ordinamento giuridico italiano, il PPP istituzionale si realizza attraverso:

- società miste a prevalente capitale pubblico;
- società miste a prevalente capitale privato;
- società di trasformazione urbana;
- società miste costituite ai sensi del codice civile.

Le principali forme di PPP contrattuale sono, invece, quelle di:

- concessioni di costruzione e gestione o concessioni di servizi;
- sponsorizzazione;
- locazione finanziaria

Nel corso degli ultimi anni, il fenomeno del PPP si è sviluppato in molti settori della sfera pubblica.

L'aumento del ricorso a operazioni di PPP è tuttavia riconducibile a diversi fattori.

In linea generale, lo sviluppo del partenariato può racchiudersi nell'evoluzione dello Stato nell'ambito economico, il quale risulta virare da un ruolo di operatore diretto, ad un ruolo di regolatore, organizzatore e controllore.

Il PPP risponde, inoltre, all'esigenza delle Pubbliche Amministrazioni di:

- assicurarsi il contributo dei finanziamenti privati;
- beneficiare maggiormente sia delle competenze offerte dalle imprese sia dall'innovazione da loro prodotta.

I benefici derivanti dalla collaborazione tra il settore pubblico e il settore privato, sono di carattere sia economico e finanziario, caratterizzati fortemente dal superamento dei vincoli della spesa pubblica e sui saldi di

bilancio derivanti dal Patto di Stabilità, sia gestionale, concretizzati nei contributi relativi alla gestione per incrementare l'efficienza e l'efficacia della qualità delle opere offerte al pubblico.

La partnership tra il settore pubblico e il settore privato implica anche il raggiungimento di metodologie di valutazione più affinate, che consentano le stime rigorose dei benefici perseguiti dalle parti in merito la realizzazione delle opere pubbliche in questione.

L'apertura ai privati della programmazione pubblica degli investimenti ha conosciuto un'accelerazione a seguito degli orientamenti comunitari in materia di politica regionale.

La partecipazione dei privati agli investimenti pubblici può avvenire sia con il ricorso a formule contrattuali vincolanti, sia attivando forme di consultazione non vincolanti.

Per quanto concerne le formule contrattuali vincolanti, occupa un ruolo molto importante la disciplina degli appalti pubblici.

Il corrispettivo dell'appalto, definibile in base alle caratteristiche dell'opera può comportare:

- il riconoscimento, da parte dell'ente concedente, di un importo per il costo di realizzazione dell'opera e/o un contributo per la sua gestione;
- il riconoscimento, da parte del concessionario, di un canone a favore dell'ente concedente quale corrispettivo per lo sfruttamento economico del servizio;
- la realizzazione del servizio pubblico da parte del privato che, tramite i ricavi, paga gli oneri affrontati per la costruzione e gestione dell'opera.

In materia di consultazioni non vincolanti, invece, il risultato della consultazione stessa potrà o meno, essere utilizzato dall'amministrazione

per tener conto nella propria programmazione ed, eventualmente, avviare una procedura di gara.

I vantaggi della procedura, sia per il settore pubblico che per il privato, si possono sintetizzare in due punti:

1. colmare le rispettive asimmetrie informative;
2. operare per la prevenzione del rischio amministrativo, in quanto attraverso questo la Pubblica Amministrazione può prevenire il fallimento di gare che, in quanto lanciate senza la conoscenza effettiva delle condizioni di mercato, potrebbero essere destinate ad un esito negativo.

4.2 Le principali tipologie dei progetti finanziabili

I progetti realizzabili attraverso le operazioni di PPP possono essere identificati in tre diverse tipologie:

1. progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza: i ricavi commerciali prospettici di tali progetti consentono al settore privato un integrale recupero dei costi di investimento nell'arco della vita della concessione. In tale tipologia di progetti, il coinvolgimento del settore pubblico si limita ad identificare le condizioni necessarie per consentire la realizzazione del progetto, facendosi carico delle fasi iniziali di pianificazione, autorizzazione, indizione dei bandi di gara per l'assegnazione delle concessioni e fornendo la relativa assistenza per le procedure autorizzative;
2. progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione: è il caso di tutte quelle opere pubbliche - carceri, ospedali, scuole - per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da pagamenti effettuati dalla pubblica amministrazione su base commerciale;
3. progetti che richiedono una componente di contribuzione pubblica: è il caso di iniziative i cui ricavi commerciali da utenza sono di per se stessi insufficienti a generare adeguati ritorni economici, ma la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali indotti dalla infrastruttura. Tali esternalità giustificano l'erogazione di una componente di contribuzione pubblica.

Le operazioni di PPP presentano normalmente le seguenti caratteristiche:

- durata della collaborazione, che risulta relativamente lunga ed implica una stretta cooperazione tra la parte pubblica e la parte privata per quel che concerne i vari aspetti del progetto da realizzare;
- il finanziamento del progetto, che risulta garantito dal privato e, tuttavia, può comportare spesso anche una quota di finanziamento pubblico da aggiungersi a quello privato;
- l'importanza del ruolo riconosciuto all'operatore economico, il quale partecipa alle varie fasi del progetto, mentre la parte pubblica si concentra principalmente sulla regolazione del servizio;
- la ripartizione dei rischi tra l'autorità pubblica e il soggetto privato, definita non in base a parametri standard, ma in funzione della capacità delle parti di valutare, controllare e gestire i rischi stessi. Ciò significa che non necessariamente nel PPP il privato debba assumersi tutti i rischi, o la parte più rilevante di questi, legati all'operazione.

4.3 Le critiche dell'Amministrazione Pubblica e del settore privato

Il costante ricorso al Partenariato Pubblico Privato non deve essere inteso come una soluzione “miracolosa” per un settore pubblico condizionato dalle restrizioni di bilancio.

Il mercato italiano soffre di una eccessiva frammentazione delle amministrazioni aggiudicatrici, spesso non dotate della necessaria expertise per l'affidamento dei contratti di PPP.

Si registra una carente analisi di fattibilità da parte delle amministrazioni aggiudicatrici nella fase di impostazione delle operazioni di PPP.

In particolare andrebbero:

1. rafforzate le competenze tecniche interne necessarie sia per applicare in modo rigoroso il PSC (Public Sector Comparator), che consente di valutare la convenienza del ricorso al PPP attraverso la comparazione monetaria tra l'ipotesi di realizzazione e gestione del progetto in forma diretta da parte dell'amministrazione e quella di realizzazione tramite forme di PPP, sia per trasferire parte dei rischi al settore privato;
2. approfonditi gli aspetti finanziari del Partenariato Pubblico Privato, anche con riferimento ai vincoli posti dal patto di stabilità sui bilanci degli Enti e ai tempi di effettiva messa a disposizione delle risorse a valere sui diversi strumenti di programmazione nazionale e regionale;
3. attenuati i rischi di contenzioso mediante l'assunzione da parte delle amministrazioni di indirizzi chiari nella fase di impostazione del progetto. Infatti, guardando all'esperienza europea, i finanziatori si mostrano disponibili a sopportare i tradizionali rischi non di mercato associati alle operazioni di PPP, che essi gestiscono attraverso i

meccanismi di subentro o sostituzione di concessionari che non rispettano le obbligazioni contrattuali, ma non sono disposti ad assumere rischi tipicamente legati alla discrezionalità dell'amministrazione o all'impossibilità della stessa di assicurare il rispetto delle proprie obbligazioni di pagamento.

A fronte della frammentazione delle amministrazioni aggiudicatrici, il mercato italiano delle costruzioni di opere pubbliche è caratterizzato dalla presenza di poche società di dimensioni relativamente ridotte.

Questo concetto spiega come venga utilizzato il prezzo come unico driver nelle gare e come l'attenzione si focalizzi sulla fase di costruzione.

Ne risente di ciò la capacità dei concessionari italiani di organizzarsi singolarmente o in raggruppamenti per la realizzazione delle operazioni di PPP.

Un dato che testimonia questo concetto è la scarsa pressione concorrenziale negli affidamenti delle concessioni di lavori pubblici: il numero di offerte presentate in una singola gara, è di circa 3 per le operazioni in finanza di progetto ad iniziativa pubblica e 2,6 per le operazioni a iniziativa privata²⁰.

I numeri sopra citati servono a spiegare il modesto grado di concorrenzialità del mercato; questo concetto chiarisce come sia sostanziale la prudenza degli intermediari nel finanziamento delle operazioni di PPP.

²⁰ Finlombarda - Regione Lombardia, Osservatorio Regionale sulla Finanza di Progetto, XIX Rapporto: luglio- ottobre 2008, Milano, novembre 2008.

CONCLUSIONI

La finanza di progetto si propone come elemento qualificante dell'evoluzione democratica degli stati moderni.

Il project financing, in questo contesto, assume la funzione di modello di raccordo tra ordine amministrativo ed intervento partecipativo privato in modo da indirizzare l'attività economica a fini sociali, attraverso la scoperta di nuovi meccanismi di programmazione e controllo.

L'intervento privato, in particolare, ha la finalità di risolvere ,attraverso la realizzazione di opere, il tradizionale problema del benessere comune.

Rilevante è stata l'analisi dello "Special purpose vehicle", la Società veicolo; essa si presenta come fulcro degli interessi coinvolti nella realizzazione dell'opera.

La Società veicolo assume inoltre la titolarità giuridica dei finanziamenti nonché la partecipazione ai contratti necessari alla realizzazione dell'opera.

La finanza di progetto è da intendersi anche come quello strumento per recuperare credibilità nel settore dei lavori pubblici, fino ad oggi caratterizzato da fenomeni quali: corruzione e diffusa illegalità.

E' rilevante come, nel coinvolgere imprese private, gli strumenti di pianificazione finanziaria possano circoscrivere il ruolo e i poteri della P.A.

In riferimento alla scarsità di rendimento degli investimenti pubblici, è apparso idoneo ricordarsi all'integrazione partenariale tra istanze pubbliche e private per evidenziare gli aspetti positivi del project financing, connessi in maniera particolare alla conservazione di ampi spazi di autonomia all'iniziativa privata.

La sinergia pubblico-privato è stata finora, nel processo di costruzione dello Juventus Stadium e dell'acquisizione dell'area Continassa, un punto cardine nello sviluppo dei progetti di riqualificazione del territorio.

Il progetto stesso, ideato da Juventus, esemplifica il ruolo dell'investimento privato di una società calcistica all'avanguardia, in sinergia con gli interlocutori pubblici che sono già, e saranno ancora di più con il nuovo progetto, destinatari diretti dei benefici derivanti dall'opera; basti vedere le ricadute occupazionali già generate dello Juventus Stadium e la riqualificazione ambientale che l'intero progetto Continassa è destinato ad avere nella Circoscrizione 5, detta anche Vallette.

BIBLIOGRAFIA

ALBERTI A.M., La struttura del project financing, in Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza, 1997.

BALDI M. - DE MARZO G., Il project financing nei lavori pubblici, Milano, 2001, 2.

CARULLO A., La concessione di costruzione e gestione, in Riv. Trim. App, 1993, p.332.

CIANFONE A., L'appalto di opere pubbliche, Milano, 1950, p.152.

Cass., sez. un., 10 dicembre 1993, n.12166, in *Foro it*, 1994.

COLETTA A., Project financing nell'esperienza italiana, in Appalti, urbanistica, edilizia, 1999, s61 e ss.

COLETTA A., Project Financing, Project financing nell'esperienza italiana, in Appalti, urbanistica, edilizia, 1999 , 262.

IMPERATORI G., La finanza di progetto, pag.80.

LEMMA V., La riforma della finanza di progetto, Torino, 2011.

MISCALI V., Il project financing, in I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario, 729.

MONTEDORO G., Le concessioni di lavori in Il nuovo diritto degli appalti pubblici, Milano, 2005, p.835.

NEVITT P.K., Project Financing, Bari, 1987, 13.

RISMONDO R., Operazioni di project financing, Trieste, 2004, 13.

ROSTIROLLA P., La fattibilità economico-finanziaria. Metodi e applicazioni, Napoli, 1998, 325.

RUSSO T., Manuale di diritto e tecnica del project financing, Napoli, 2010, 45 e ss.

RUSSO T., Manuale di diritto e tecnica del project financing, Napoli, 2010, 58.

ZOPPOLATO M., Il project financing, Legge quadro sui lavori pubblici, Milano, 1949, 572.

Art.45, r.d. 827/1924.

Art.192, T.U. enti locali.

Art.45. r.d. 827/1924.

Finlombarda - Regione Lombardia, Osservatorio Regionale sulla Finanza di Progetto, XIX Rapporto: luglio- ottobre 2008, Milano, novembre 2008.