

NOTA SUI "PROJECT BOND"

di Roberto Fazioli

Nell'ordinamento italiano vi è stata una recente revisione normativa per favorire la realizzazione di infrastrutture e servizi di pubblica utilità che stimolano il ricorso ai cosiddetti Project Bond (PB). Nell'intenzione del legislatore, i PB sono un importante strumento idoneo ad attrarre investimenti in operazioni di finanza di progetto e, di conseguenza, per finanziare la realizzazione delle rispettive opere, aggiungendosi (e non sostituendosi) ai finanziamenti bancari e ai contributi di natura pubblica (cioè alle altre modalità classiche di finanziamento di opere infrastrutturali). Ne deriva che la possibilità di prevedere una emissione di PB per il finanziamento dell'investimento necessario a infrastrutturare aree con Opere Stradali (connotate da Contratti di Concessione) è coerente con le intenzioni del Legislatore italiano.

I **project bond sono** "obbligazioni di scopo" emesse da società che realizzano un progetto infrastrutturale tipicamente funzionale all'erogazione/diffusione di un servizio d'interesse collettivo, per finanziarne la realizzazione e sono tipicamente destinati ad investitori istituzionali (oggi anche per i PIR). Il rimborso dei PB dipende unicamente dai flussi finanziari che il progetto è in grado di assicurare. Con il decreto legge n. 83 del 22 giugno 2012 è stata anche consentita l'emissione di PB anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione di un'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità di cui la predetta società sia titolare.

Le garanzie

I PB permettono di finanziare la realizzazione del progetto fin dalla fase di costruzione dell'opera, la più rischiosa per gli investitori stante l'assenza di flussi di cassa. Per evitare che il rischio della fase di costruzione possa costituire un ostacolo all'emissione di tali strumenti, il decreto 7 agosto 2012 (Modalità per la prestazione delle garanzie sulle obbligazioni e sui titoli di debito, di cui all'Articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, concernente emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto – project bond), emanato in attuazione dell'Articolo 157, comma 3, decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, ha previsto la prestazione di una garanzia (wrap) da parte del sistema finanziario, delle fondazioni (ivi incluse quelle a partecipazione pubblica) e dei fondi privati, di tal che il rischio di costruzione non sarà assunto interamente da parte dei sottoscrittori delle obbligazioni e dei titoli di debito e sia assicurata

maggior trasparenza alle operazioni e tutela ai sottoscrittori delle obbligazioni e dei titoli in considerazione della specificità degli stessi¹.

Chi può emettere i project bond?

Ai sensi dell'Articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163 possono emettere project bond i seguenti soggetti:

- a) società di progetto (S.p.A. o S.r.l., anche consortili) costituite da parte di un aggiudicatario per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di un'infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità, il cui ammontare minimo del capitale sociale sarà determinato nel bando di gara
- b) società titolari di contratti aventi per oggetto una o più prestazioni quali la progettazione, la costruzione, la gestione o la manutenzione di un'opera pubblica o di pubblica utilità, oppure la fornitura di un servizio, compreso in ogni caso il finanziamento totale o parziale a carico di privati di tali prestazioni
- c) società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture di trasporto di energia;
- d) società titolari delle autorizzazioni per la realizzazione di reti di comunicazione elettronica di cui al decreto legislativo 1° agosto 2003, n. 259²;
- e) società titolari delle licenze individuali per l'installazione e la fornitura di reti di telecomunicazioni pubbliche, ai sensi del DPR 19 settembre 1997, n. 318 "Regolamento per l'attuazione di direttive comunitarie nel settore delle telecomunicazioni".

Queste ultime tipologie di società sono state introdotte dall'art. 33, commi 3-bis e 4-bis del DL 179/2012 convertito in L. 221/2012 (cd. Decreto Crescita -bis) che ha modificato il comma 4 dell'art. 157 del D.Lgs. 163/2006.

¹ Ulteriori riferimenti normativi

1. Articolo 41 "Emissioni di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto – project bond" del decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1, convertito in legge, con modificazioni, dall'Articolo 1, comma 1, della legge 24 marzo 2012, n. 27, che sostituisce l'Articolo 157 del codice di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163 (il codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE) e Articolo 1, comma 5, del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83 (Misure urgenti per la crescita del Paese).

2. Decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 210 del 8 settembre 2012.

3. Articolo 1 (Finalità) del decreto 7 agosto 2012 fa esplicito riferimento a "al fine di consentire una riduzione del rischio assunto dai sottoscrittori e il conseguente miglioramento del merito di credito della relativa emissione".

² Art. 1 del D Lgs. 259/2003 (Codice delle comunicazioni elettroniche) : "u) operatore: un'impresa che è autorizzata a fornire una rete pubblica di comunicazioni, o una risorsa correlata; e aa) rete pubblica di comunicazioni: una rete di comunicazione elettronica utilizzata interamente o prevalentemente per fornire servizi di comunicazione elettronica accessibili al pubblico, che supporta il trasferimento di informazioni tra i punti terminali di reti."

Chi può sottoscrivere i PB?

La sottoscrizione è riservata agli investitori qualificati³, per tali intendendosi:

- A. il cliente professionale privato (che possieda l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume);
- B. il cliente professionale pubblico (il Governo della Repubblica, la Banca d'Italia e, su richiesta ed a condizione che soddisfino specifici requisiti, le regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i comuni, le province, le città metropolitane, le comunità montane, le comunità isolate e le unioni di comuni, nonché gli enti pubblici nazionali e regionali).
- C. I PIR (Piani Individuali di Risparmio) sono oggi canalizzabili in strumenti quali i PB.

Progetti finanziabili con l'emissione di PB

Possono essere finanziati nuovi progetti infrastrutturali e la distribuzione/erogazione di nuovi servizi di pubblica utilità in settori strategici, tra i quali i trasporti (autostrade, ferrovie, aeroporti, porti e trasporti pubblici locali), l'energia (settore fotovoltaico, eolico, rigassificatori, gasdotti, elettrodotti, acquedotti e stoccaggio) e la banda larga, in grado di aumentare la dotazione infrastrutturale italiana.

Oltre che per i nuovi progetti o per i nuovi servizi di pubblica utilità in settori strategici, i PB possono essere emessi altresì per rifinanziare il debito precedentemente contratto per la realizzazione di un'infrastruttura o di un'opera connessa ad un servizio di pubblica utilità, così consentendo anche a progetti già avviati di godere di tale strumento di finanziamento⁴.

Il wrapping

La durata della garanzia

Con riferimento ai progetti greenfield, le garanzie potranno essere rilasciate per una durata corrispondente al periodo di costruzione e di avvio della

³ Ai sensi dell'Articolo 34-ter del regolamento emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche, il quale a sua volta rimanda all'Articolo 26, comma 1, lettera d) del 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 e successive modifiche.

⁴ Ai sensi dell'Articolo 1, comma 5, del D.L. 83/2012 "è ammessa l'emissione di obbligazioni ai sensi dell'Articolo 157 anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione dell'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità di cui sia titolare".

gestione dell'infrastruttura o del nuovo servizio di pubblica utilità, sino all'effettiva entrata a regime degli stessi, ovvero fino alla scadenza dei PB garantiti; mentre per quanto concerne i progetti brownfield, tali garanzie potranno essere rilasciate anche nel periodo successivo all'avvio della gestione della infrastruttura, coerentemente con le previsioni del piano economico finanziario vigente.

I soggetti garanti

Le garanzie potranno essere prestate dai seguenti 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 TUB⁵; (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 delle assicurazioni private), e successive modificazioni, iscritte all'Albo delle imprese istituito presso l'IVASS (ex ISVAP); (d) Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.; (e) SACE S.p.A.⁶; e (f) Banca Europea degli Investimenti. Occorre rilevare che il decreto di cui in oggetto demanda ad un successivo decreto interministeriale di definire le modalità di rilascio delle garanzie da parte delle fondazioni e dei fondi privati.

Modalità operative della garanzia

⁵ Ai sensi dell'Articolo 10, comma 3, del decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141 "l'iscrizione nell'albo e negli elenchi, ivi comprese le relative sezioni separate, previsti dalla nuova disciplina introdotta con il presente Titolo III è subordinata all'entrata in vigore delle disposizioni attuative nonché, per gli elenchi, alla costituzione degli Organismi ivi previsti, se posteriore. Le Autorità competenti provvedono all'emanazione delle disposizioni attuative e alla costituzione degli Organismi al più tardi entro il 31 dicembre 2011".

⁶ Nei limiti di cui all'Articolo 2 (Funzioni) del decreto legislativo 31 marzo 1998, n. 143 (Disposizioni in materia di commercio con l'estero, a norma dell'Articolo 4, comma 4, lettera c), e dell'Articolo 11 della L. 15 marzo 1997, n. 59). Ai sensi di tale Articolo la SACE S.p.A. "è autorizzata a rilasciare garanzie, nonché ad assumere in assicurazione i rischi di carattere politico, catastrofico, economico, commerciale e di cambio ai quali sono esposti, direttamente o indirettamente secondo quanto stabilito ai sensi del comma 3, gli operatori nazionali e le loro controllate e collegate estere nella loro attività con l'estero e di internazionalizzazione dell'economia italiana; la società è altresì autorizzata a rilasciare, a condizioni di mercato, garanzie e coperture assicurative per imprese estere relativamente ad operazioni che siano di rilievo strategico per l'economia italiana sotto i profili dell'internazionalizzazione, della sicurezza economica e dell'attivazione di processi produttivi e occupazionali in Italia. Le garanzie e le assicurazioni possono essere rilasciate anche a banche nazionali, nonché a banche estere od operatori finanziari italiani od esteri quando rispettino adeguati principi di organizzazione, vigilanza, patrimonializzazione ed operatività, per crediti concessi sotto ogni forma e destinati al finanziamento delle suddette attività, nonché quelle connesse o strumentali".

Il primo comma dell'Articolo 4 del decreto 7 agosto 2012 stabilisce che le garanzie e le controgaranzie sono "esplicite, irrevocabili, incondizionate e stipulate in forma scritta".

Ai fini del rilascio delle garanzie, 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". Il decreto 7 agosto 2012, inoltre, 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". In caso di sua escussione, il garante provvederà all'adempimento nei confronti dei soggetti garantiti, nei limiti dell'importo massimo garantito, nei termini ed alle condizioni contrattuali convenuti.

Un'importante caratteristica di tali garanzie si riscontra nel fatto che, oltre a poter essere emesse autonomamente, esse 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.

L'Offering Circular da predisporre per l'emissione dei PB conterrà: (a) l'indicazione dei soggetti garanti, indicando altresì quali tra questi soggetti siano, o abbiano manifestato la disponibilità ad essere, anche, direttamente o indirettamente, investitori ovvero collocatori dei PB ovvero finanziatori dell'emittente; e (b) l'ammontare delle garanzie rilasciate da ciascuno.

Il contratto di garanzia

Ai sensi del sesto comma dell'Articolo 4 del decreto 7 agosto 2012, spetta al contratto di garanzia disciplinare i rapporti con i sottoscrittori nel regresso sulle somme rimborsate al concessionario. Infine, lo stesso contratto di garanzia disciplina le modalità attraverso cui sarà possibile impedire la risoluzione di un rapporto concessorio designando una società che subentri nella concessione al posto del concessionario.

Caratteristiche innovative e deroghe codicistiche

Il codice civile dispone limiti precisi per l'emissione di titoli obbligazionari, che verosimilmente costituirebbero un ostacolo alla diffusione dei PB per agevolare lo sviluppo delle infrastrutture o dei servizi di pubblica utilità nel Paese. Pertanto, i recenti provvedimenti normativi consentiranno alle società destinatarie della disciplina di emettere PB anche in deroga ai predetti limiti.

Infatti, tali società potranno emettere PB anche in misura complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, nonché in deroga alle previsioni del proprio atto costitutivo⁷.

Le società costituite in forma di S.r.l. possono emettere PB anche qualora l'atto costitutivo non lo preveda, in deroga all'Articolo 2483 del codice civile.

Altre deroghe agli Articoli 2413 e da 2414-bis a 2420 del codice civile concernono:

- 1. la possibilità per la società che ha emesso i PB di ridurre volontariamente il capitale sociale o di distribuire riserve anche oltre il limite del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio*
- 2. la non necessità di costituire garanzie ipotecarie a favore dei sottoscrittori dei PB quando il bond supera il doppio del capitale sociale dell'emittente*
- 3. il non coinvolgimento dell'assemblea degli obbligazionisti con riferimento a talune vicende societarie (ie, la nomina e revoca del rappresentante comune, le modifiche delle condizioni del prestito, la proposta di amministrazione controllata e di concordato, la costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo e gli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti).*

Caratteristiche dei PB e limiti alla circolazione

I titoli e la relativa documentazione di offerta devono contenere un avvertimento circa l'elevato profilo di rischio associato all'operazione. I PB, quindi, devono essere:

- nominativi;*
- non trasferibili "a soggetti che non siano investitori qualificati".*

⁷ *In merito, l'Articolo 2412 del codice civile dispone, tra l'altro, che una società "può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite". Tale limite può essere superato se "le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali. Non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi". Tali limiti non si applicano "all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati".*

Trattamento fiscale riservato ai PB

Al fine di incentivarne l'impiego e la diffusione, i PB godono delle seguenti misure agevolative sul piano fiscale, ai sensi del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83 (Misure urgenti per la crescita del Paese):

- i. applicazione della ritenuta ridotta del 12,5% (anziché del 20%) sugli interessi corrisposti ai sottoscrittori, ovvero esenzione da imposizione per determinati soggetti (es. sottoscrittori non residenti c.d. white-list)⁸. Rimangono, invece, esclusi dal regime agevolato di tassazione gli eventuali ulteriori redditi di natura finanziaria derivanti dalla sottoscrizione, dalla cessione o dal rimborso di detti PB;
- ii. non applicazione dei limiti alla deduzione previsti dall'Articolo 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549 in relazione ai relativi interessi, con conseguente assoggettamento di tali componenti negativi di reddito alle norme "generali" che presiedono alla determinazione del reddito d'impresa⁹;
- iii. applicazione delle imposte di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa sulle "garanzie di qualunque tipo da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione alle emissioni" dei PB, e sulle "relative eventuali surroghe, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali emissioni".

Il descritto regime fiscale si applica ai PB emessi (dai soggetti sopra indicati) nei tre anni successivi all'entrata in vigore del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83 - i.e. entro il 26 giugno 2015 - e rimane applicabile per tutta la durata del prestito obbligazionario.

⁸ Si noti, peraltro, come l'agevolazione torni applicabile in funzione dell'equiparazione del trattamento fiscale degli interessi percepiti dai sottoscrittori dei PB a quello degli interessi su titoli del debito pubblico, e dovrebbe pertanto ritenersi soggetta alle stesse limitazioni ed alle medesime formalità e procedure stabilite per questi ultimi.

⁹ A tale riguardo ricordiamo, peraltro, che alle società di progetto di cui all'Articolo 157 del D.Lgs. 12 aprile 2006, n. 163 non torna applicabile il limite alla deducibilità degli interessi passivi di cui all'Articolo 96 del DPR 22 dicembre 1986, n. 917 (il Testo Unico delle Imposte sui Redditi o TUIR).