

Indice

Indice

Premessa

Capitolo Primo

Il project financing: definizioni e differenze con il corporate finance

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

Capitolo Secondo

I fondamenti teorici della finanza di progetto

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

Capitolo Terzo

Il quadro giuridico del project financing e i modelli di segregazione

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

Capitolo Quarto

Il patrimonio destinato e il project financing

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

Capitolo Quinto

Il finanziamento destinato e il project financing

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

Capitolo Sesto

Il trust e il project financing

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

Conclusioni

Bibliografia

Riassunto

La segregazione economico-finanziaria dell'iniziativa è elemento caratterizzante le operazioni di *project financing*.

Detto obiettivo è perseguito attraverso la costituzione *ad hoc* di una società di capitali (società di progetto o altrimenti definita società veicolo), centro autonomo di imputazione di rapporti giuridici (esclusivo proprietario e gestore dell'iniziativa da realizzare al quale fanno capo tutti i diritti e gli obblighi relativi all'investimento).

La riforma del diritto societario impone una riflessione circa la possibilità di raggiungere l'obiettivo del *ring fence* mediante il ricorso a schemi giuridici differenti (patrimonio destinato e finanziamento destinato). L'analisi comprende, altresì, lo schema del *trust*, istituto comunque idoneo alla realizzazione della segregazione patrimoniale.

L'indagine del presente lavoro viene condotta attraverso una comparazione tra il modello societario da una parte e, i patrimoni, i finanziamenti destinati e il trust dall'altra, allo scopo di porre in luce i limiti e le opportunità di ciascuno, per pervenire a un giudizio di sintesi.

A tal fine, il confronto è stato svolto, per ciascun modello esaminato, attraverso lo studio dei fattori caratterizzanti le operazioni di *project financing*, individuati, nella prima parte del lavoro, attraverso l'esame delle teorie finanziarie.

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

Il *project financing* "gode e soffre di una varietà di definizioni" per il fatto che molteplici sono i tratti caratterizzanti tale

operazione e ciascuna definizione è in grado di evidenziarne uno specifico aspetto.¹

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

Nel lavoro si è ritenuto necessario e utile condurre una analisi approfondita sulle definizioni di *project finance*, distinguendo quelle elaborate dalla dottrina economico-aziendale, nazionale e internazionale, da quelle “strettamente” giuridiche aventi valore normativo, al fine di porre in luce quelle caratteristiche essenziali che ricorrono in un’operazione affinché la stessa sia qualificabile come *project financing*.

Posto quanto sopra, in merito alle conclusioni raggiunte dalla dottrina economico-contabile, nonché da quella giuridica, gli elementi distintivi individuati sono:

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

¹ Coletta A., *Project financing nell’esperienza italiana*, in “Appalti, urbanistica edilizia”, 1999, p. 262.

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

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

Nel lavoro si procede ad esaminare tali elementi singolarmente e a studiare come ciascuno di essi si atteggia differientemente nei due approcci.

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

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

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

La costituzione di un veicolo societario che incorpora il progetto è il risultato naturale verso il quale tende la strutturazione di un finanziamento nella logica *project*. L’attuazione del *ring fence* permette di evitare che le negative vicende connesse alla

realizzazione e alla gestione di un progetto si ripercuotano sulle attività dei promotori e viceversa.²

Gli effetti del *ring fence* sono:

- di tipo rappresentativo-contabile: generalmente si afferma che le operazioni di *project finance* siano *off-balance* per i promotori dell'iniziativa. Le attività e le passività afferenti il progetto sono, infatti, esposte nel bilancio della società veicolo.³
- indipendenza tra le sorti del progetto e le vicende degli *sponsor*;
- limitate garanzie reali del progetto (le garanzie sono, prevalentemente, di natura contrattuale);⁴ con riferimento a tale aspetto si fa riferimento al *security package*, inteso come quel complesso coordinato ed armonico di garanzie e di accordi contrattuali che ha lo scopo di ridurre le probabilità che i singoli eventi rischiosi si verifichino e, comunque, di regolare in via preventiva le conseguenze di tali accadimenti attraverso una ripartizione dei rischi stessi tra i partecipanti all'iniziativa;
- elevato grado di indebitamento dell'unità economica che incorpora il progetto.

Illustrate le caratteristiche peculiari delle operazioni di *project financing*, si sono studiate e approfondite le ragioni economiche che giustificano il ricorso a tale tecnica finanziaria.

² Imperatori riconosce al *ring fence* la costruzione di un progetto mediante il suo isolamento giuridico (Imperatori G., *op. cit.*).

³ Su tale aspetto, per approfondimenti, si rimanda al paragrafo 2.3 *La società di progetto e il ring fence*.

⁴ Imperatori osserva che le garanzie reali sono "limitate" in quanto la capacità dell'iniziativa di generare profitti costituisce la garanzia per i finanziatori ai fini della valutazione sulla capacità di servizio del debito del progetto. Le garanzie principali per i finanziatori sono generalmente contenute nel sistema dei contratti sottostanti il progetto. Tali garanzie si suddividono in:

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

E' opportuno sottolineare che i principali elementi emersi nel dibattito teorico, contestualizzati nell'ambito del *project finance*, sono stati innumerevoli, seppur le conclusioni delle teorie finanziarie non sono sistematiche.⁵

Si è osservato che non esiste un comune schema interpretativo teorico in grado di cogliere e giustificare contemporaneamente, da un punto di vista "economico", tutti gli elementi distintivi del *project finance*.

La prima parte del lavoro è stata, appunto, dedicata all'approfondimento e all'esame circa le tesi che, secondo le teorie finanziarie, spiegano il ricorso allo schema *project*: la scelta di ricorrere a una operazione di *project financing* può essere giustificata "economicamente" attraverso la *Agency Theory*, nonché la *Signalling Theory* e la *Pecking Order Theory*.

Seppur le conclusioni di dette teorie risultano, comunque, frammentarie, esse consentono di cogliere, da un punto di vista "economico", gli elementi distintivi del *project finance*.

La finalità del lavoro di ricerca è quella di analizzare come ciascuno di questi elementi si attegga nei moduli organizzativi esaminati (patrimonio destinato, finanziamento destinato e *trust*), potenzialmente atti ad essere utilizzati per la realizzazione della segregazione patrimoniale.

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

Esistono, infatti, ulteriori moduli potenzialmente utilizzabili in ambito *project*, seppur, generalmente, il modello societario risulti, ad oggi, il più diffuso per l'applicazione della logica sottesa il fenomeno della segregazione, volto a garantire

⁵ Bozzi S., *Il project financing nella teoria dell'agenzia*, in *Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, a cura di Fontana F., Sandri S., Caroli M. G., Luiss Edizioni, 2001, p. 59.

l'isolamento dei rischi e delle responsabilità tra società di progetto e *sponsor*.

Gli istituti giuridici esaminati nel presente lavoro attraverso i quali si ritiene possibile raggiungere la finalità del *ring fence* sono, il patrimonio destinato e il finanziamento destinato. Si è inoltre approfondito, a tale scopo, anche lo strumento del *trust*.

Prima di procedere a tale confronto, si è delineato il quadro giuridico degli istituti che si intendono esaminare.

Si sono poi approfonditi come gli elementi che sono stati individuati essere peculiari del *project financing* si atteggiavano e si conformano nei detti istituti.

A questo punto, è opportuno richiamare i punti essenziali dell'analisi svolta per ciascun istituto analizzato nel presente lavoro, al fine di pervenire a una ragionata valutazione di sintesi circa la funzionalità di detti istituti ad essere impiegati per la realizzazione di operazioni di finanza di progetto.

Patrimonio destinato

La segregazione

Attraverso la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, la società non si priva dei beni e dei rapporti segregati, in quanto essi, pur facendo parte costantemente, dal punto di vista giuridico-formale, del patrimonio della società sono sottoposti a una particolare disciplina sotto il profilo della responsabilità patrimoniale, senza alcun "trasferimento" se non di tipo "contabile".⁶

Il patrimonio destinato, pur non costituendo, giuridicamente, il soggetto che "incorpora" il progetto (il patrimonio destinato non ha, infatti, soggettività giuridica), è, a livello economico, l'unità che coincide con il progetto stesso.

⁶ Rubino De Ritis M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Il nuovo diritto societario diretto da Abbadessa P., Portale G.B., 1, Utet, pag. 822.

La fattispecie della separazione patrimoniale verrebbe, pertanto, a costituire un autonomo istituto “economico” interno della stessa azienda, che gode di autonomia patrimoniale.

In particolare, la disciplina del patrimonio destinato risulta finalizzata all’isolamento reciproco e generale dei rischi e responsabilità facenti capo a uno specifico affare, rispetto ai quelli facenti capo in generale alla società, dandosi così luogo a un chiaro fenomeno di segregazione “endo-societaria” in cui per tutte le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde solo con il patrimonio destinato (salvo diversa previsione della delibera costitutiva e l’eccezione delle obbligazioni da fatto illecito per cui risponde il patrimonio generale della società). A tal fine sarà necessario che gli atti compiuti in relazione allo specifico affare rechino espressa menzione del vincolo di destinazione.

Parimenti, i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato dello specifico affare.

Pur tuttavia, un limite del patrimonio destinato riguarda il regime di responsabilità extra-contrattuale che può conseguire all’esercizio dell’affare.

Sotto tale profilo, il ricorso al modulo societario pare preferibile dal punto di vista degli sponsor, anche in virtù del fatto che, con la società di progetto, il regime di segregazione si estende anche alle obbligazioni derivanti da responsabilità extra-contrattuale in cui la società, nello svolgimento dello specifico affare, può incorrere.

Considerati i limiti evidenziati, si può affermare che con il patrimonio destinato, si realizza una forma evoluta di garanzia dei creditori, conseguendosi un duplice risultato: da un lato, la separazione è atta a sottrarre un nuovo apporto finanziario alla garanzia patrimoniale generica della società e, dunque, alle pretese dei precedenti creditori dell’impresa; dall’altro, il patrimonio destinato costituisce in garanzia non solo i beni “segregati”, ma anche il flusso di reddito futuro che essi sono idonei a produrre e di qui, dunque, la necessità “economica” e giuridica di assicurarne la *separazione* rispetto agli altri beni dell’impresa.

Con riguardo al profilo dell'insolvenza la segregazione patrimoniale esplica il suo maggior effetto e trova più forte espressione, “non determinando alcun effetto di propagazione.”⁷

Tuttavia, un limite del patrimonio destinato emerge con riferimento al fallimento della società gemmante.

In tale ipotesi, è prevista espressamente la cessazione della destinazione patrimoniale (art. 2447-*novies*).⁸

In altre parole il fallimento della società è causa di impossibilità di prosecuzione dell'affare.

Pertanto, l'eventuale insolvenza della società causata dalla attività da essa svolta trascina con sé l'affare, determinandone, inevitabilmente, l'impossibilità di una sua realizzazione e di una sua continuazione.

L'art. 2447-*novies* del codice civile prevede che il patrimonio separato debba essere liquidato nello stesso modo in cui va liquidato in ogni caso di cessazione della destinazione del patrimonio allo specifico affare.

Sulle modalità di amministrazione e liquidazione interviene la legge fallimentare che dispone che l'amministrazione passa al curatore che ne provvede con *gestione separata* ed allo stesso viene demandata la vendita del patrimonio, possibilmente nel suo complesso onde conservarne la sua funzione produttiva. Ove ciò non sia possibile il curatore dovrà procedere al realizzo dei beni secondo le norme che regolano la liquidazione volontaria e non il fallimento.

⁷ La Rosa F., *op. cit.*, pag. 238. Si veda anche De Sensi V., *Patrimoni destinati e procedure concorsuali*, Ceradi, Luiss, Luglio 2005; Gennari osserva che “Se, infatti, la cessazione dell'affare comportasse la cessazione automatica della separazione, ed un automatico diritto dei creditori particolari di aggredire anche il patrimonio generale, la scelta diverrebbe poco appetibile per la società, che in caso di cattivo andamento dell'affare stesso, si vedrebbe costretta a coprire, in ogni caso, le perdite con tutte le proprie disponibilità. Nel caso contrario, invece, in cui i beni inizialmente destinati allo specifico affare, riconfluissero automaticamente nel patrimonio generale alla sua cessazione, sarebbero i creditori particolari a poter lamentare una scarsa tutela dei loro diritti, dal momento che perderebbero contestualmente la propria garanzia “specifica” sui beni destinati, che potrebbero essere aggrediti da tutti i creditori sociali” (Gennari F., *op. cit.*, pag. 147).

⁸ Con riferimento a questo punto Fimmanò precisa che se il legislatore avesse voluto considerare il fallimento della società una causa di cessazione necessaria dell'affare, l'avrebbe espressamente detto e non si sarebbe limitato a sancire che in tali ipotesi (casi di cessazione convenzionale contenute nella delibera istitutiva) ed in quella di fallimento si applicano le disposizioni del presente articolo” (Fimmanò F., *La sorte dei Patrimoni destinati nei fallimenti di S.p.A.*, www.fallimentoonline.it).

Anche in caso di fallimento della società, e non solo di cessazione della destinazione del patrimonio per cause imputabili alla gestione dello specifico affare, permane dunque l'obbligo della gestione separata, "e ciò sia che il patrimonio destinato si mostri capiente sia che si riveli insufficiente al soddisfacimento dei creditori particolari, verifica che in ogni caso è rimessa al curatore".⁹

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, appare evidente che il legislatore abbia "mantenuto" il regime di separazione tra patrimonio generale e patrimonio destinato nelle due distinte ipotesi di insorgenza di uno stato di crisi finanziaria nell'ambito del patrimonio separato e nell'ambito del fallimento della società per azioni.

Effetti sul bilancio del promotore

La separazione patrimoniale presuppone la separazione contabile.

L'interpretazione letterale delle norme che, sul punto, riguardano gli effetti contabili del patrimonio destinato, fa emergere chiaramente che l'intento del legislatore sia quello di evidenziare, tra le singole voci dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale, la parte relativa al patrimonio generale e quella relativa a ciascun patrimonio separato, al fine di mostrare,

⁹ De Rosa F., *op. cit.*, pag. 244. L'Autore, sul punto, richiama l'art. 156 del R. D. 267/1942, come modificato dall'art. 138 del D. Lgs. 5/2006 recante *La riforma organica delle procedure concorsuali*, il quale prevede che *se a seguito del fallimento della società o nel corso della gestione il curatore rileva che il patrimonio destinato è incapiente, provvede, previa autorizzazione del giudice delegato, alla sua liquidazione secondo le regole della liquidazione delle società in quanto compatibili. I creditori particolari del patrimonio destinato possono presentare domanda di insinuazione al passivo del fallimento della società nei casi di responsabilità sussidiaria o illimitata prevista dall'articolo 2447-quinquies, terzo e quarto comma, del codice civile.* Dello stesso orientamento gli Autori: Rocco Di Torrepadula N., *Patrimoni destinati ed insolvenza*, in "Giurisprudenza Commerciale", 31.1, 2004, p. 40 e ss.; Comporti C., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "La Riforma delle società", 2, Società per azioni e di capitali II, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, 2003, pag. 1014.

in ciascuna fase di svolgimento dell'affare la parte relativa al patrimonio generale e quella relativa a ciascun patrimonio destinato.

Il bilancio della società è, in questo caso, assimilabile alla rappresentazione economico-finanziaria e patrimoniale del "gruppo", inteso come entità che include al suo interno il patrimonio destinato, al fine di ottenere una visione globale delle consistenze patrimoniali e finanziarie, nonché il risultato economico del gruppo.

Come già accennato, circa l'annotazione nei conti d'ordine, che costituiscono parte integrante dello stato patrimoniale, in virtù dell'art. 2447-*septies*, IV comma, in calce allo stato patrimoniale della società gemmante deve risultare l'impegno della società nell'ipotesi di assunzione di responsabilità illimitata nei confronti del patrimonio destinato.

In sintesi, con il patrimonio destinato, non si raggiunge l'effetto del "de-consolidamento" dal bilancio dello sponsor delle attività e dei flussi reddituali relativi al progetto.

Grado di leva

Circa il grado di indebitamento che può essere raggiunto con il ricorso al patrimonio destinato che incorpora il progetto, è opportuno riflettere sulle modalità di finanziamento dello stesso.

In effetti, le risorse finanziarie, alle quali può far ricorso la società gemmante per la realizzazione dello specifico affare, rispondono alla stessa logica che si riscontra nel *project financing*.

Oltre alle risorse proprie, gravate, o non, da debiti, che destinate dalla società alla realizzazione dello specifico affare, sono già presenti nel patrimonio sociale, l'altro canale per reperire risorse per lo specifico affare è quello del finanziamento da terzi.

Con il patrimonio destinato, i finanziatori, intendendo, con tale termine, sia il finanziatore "da prestito" che "da apporto", valutano direttamente l'affare sulla base del piano economico-

finanziario redatto ai fini della delibera costitutiva, coerentemente con quanto avviene nel *project financing*.

Tale circostanza conduce ad affermare che, con il patrimonio destinato, è la singola iniziativa imprenditoriale ad essere oggetto di valutazione da parte dei finanziatori ai fini della valutazione del rischio dell'operazione di finanziamento.

La leva del patrimonio destinato assume, pertanto, valori simili rispetto a quelli raggiungibili dalla società veicolo considerando che gli elementi di valutazione alla base dell'erogazione del finanziamento sono gli stessi: la redditività futura dell'iniziativa/progetto da realizzare.

Il security package

L'indebitamento elevato dell'unità economica che incorpora il progetto è realizzabile anche in virtù delle specifiche caratteristiche che il *security package* assume nel *project financing*.

Con riferimento a tale aspetto, la disciplina del patrimonio destinato non consente di costituire un regime di privilegio per i finanziatori rispetto agli altri creditori dell'affare.

Ciò posto, la costituzione del patrimonio destinato crea una *par condicio creditorum* "limitata" allo svolgimento dell'affare, di fatto non creando quelle garanzie "difensive" a beneficio dei finanziatori per la sicurezza del progetto.

Pertanto, sarà necessario costruire, all'interno del patrimonio destinato, un *security package* classico, finalizzato ad imprimere al patrimonio del progetto, quel vincolo di intangibilità che consente di escludere ogni azione su di esso da parte di terzi creditori, intendendo con tale termine, tutti quelli che non si qualificano come finanziatori.

Un altro punto da approfondire concerne la finalità del *security package* relativa allo svolgimento del controllo da parte dei finanziatori sulla realizzazione dell'affare.¹⁰

¹⁰ Carrière P., *op. cit.*, pag. 1010.

In merito, la delibera costitutiva del patrimonio destinato deve indicare “le modalità di controllo sulla gestione” riconosciute al terzo che esegue l’apporto, cioè il finanziatore.

Limitatamente a tale aspetto, con il patrimonio destinato, si osserva che la separazione patrimoniale consente di sfruttare il vantaggio da *monitoring* a beneficio dei creditori specifici dell’affare.

Pertanto, con il ricorso all’istituto del patrimonio destinato, viene raggiunta l’altra finalità tipica del *security package* nelle operazioni di *project financing*: quella di rendere efficace la supervisione esercitata sul progetto dai finanziatori.¹¹

Finanziamento destinato

Il modello di segregazione disciplinato dall’art. 2447-*decies* del c.c., prevede la possibilità di contrarre “finanziamenti destinati ad uno specifico affare”.

Nei finanziamenti destinati, il patrimonio “separato”, che si forma a valle del ciclo di gestione dello specifico affare, è costituito dalle disponibilità liquide dei ricavi generati da detto affare.

I flussi monetari prodotti, i quali rappresentano la base per il rimborso dell’importo finanziato, costituiscono garanzia patrimoniale separata da quella del patrimonio dell’impresa finanziata.

La segregazione

L’istituto del finanziamento destinato produce, sul piano della segregazione patrimoniale, un duplice effetto:

¹¹ “Sono parte del *security package* anche gli impegni assunti da alcune banche, a beneficio anche degli altri partecipanti, di svolgere determinate attività di monitoraggio e controllo durante le varie fasi di sviluppo del progetto...Alcuni esempi significativi in questo senso sono: il controllo periodico sullo stato di avanzamento lavori durante la fase di costruzione, con un monitoraggio sugli aspetti tecnici, sui costi e sui tempi di realizzazione; controllo periodico sui bilanci della project company, dei promotori e degli altri obbligati...” (Imperatori G., *op. cit.*, pag. 373).

a) quello di destinare al soddisfacimento del creditore/finanziatore esclusivamente *i proventi e i frutti* dell'affare;

b) quello di impedire ai creditori della società di agire sui predetti proventi sino al rimborso del finanziamento o alla scadenza del termine pattuito, nonché sui beni strumentali necessari per la realizzazione dell'affare e che, quindi, devono essere specificati nel contratto. Su tali beni i creditori sociali possono solo intraprendere azioni conservative a garanzia dei loro diritti.

Il patrimonio separato, quindi, si compone anzitutto delle disponibilità liquide dei proventi incassati, dei crediti dagli stessi sorti, delle remunerazioni a vario titolo ottenute su tali somme, nonché degli investimenti effettuati prima del rimborso del finanziamento.¹²

Quindi, la segregazione è collegata non a beni e rapporti giuridici, come avviene nel patrimonio destinato, ma a valori dinamici, i proventi, che costituiscono variabile determinante della redditività dello specifico progetto.

Nel patrimonio separato sono esclusi quei beni strumentali che non rientrano nella garanzia del finanziatore pur essendo sottratti, per la durata dell'operazione, all'azione dei creditori sociali.

Su tali beni, è espressamente statuito che i creditori generali della società, fino al termine del finanziamento o alla scadenza del tempo massimo di rimborso, non possono che esercitare azioni conservative.

Una riflessione con riferimento ai soggetti che beneficiano della segregazione: nel finanziamento destinato essi non sono tutti i creditori correlati al singolo affare ma solo coloro che hanno erogato il finanziamento *ex art. 2447-decies*, con ciò

¹² Organismo Italiano di Contabilità, *op. cit.*, pag. 21.

evidenziando una rilevante differenza con la disciplina del patrimonio destinato.¹³

Con riferimento agli effetti dell'insolvenza della società sulla gestione dell'affare, dalla lettura della norma, si ricava che l'insolvenza della società non si traduce, necessariamente, in una causa di cessazione dell'attività separata, la quale può continuare a dare profitto anche alla società.¹⁴

È quindi possibile, che, in caso di fallimento della società, l'affare continui in via provvisoria dagli organi della procedura e che sul ricavato si soddisfino esclusivamente i creditori particolari.

Ove il curatore non subentri nel contratto in luogo della società, il finanziatore può continuare l'operazione, in proprio o affidandola a terzi. In tale ipotesi il finanziatore può trattenere i proventi dell'affare e può insinuarsi al passivo del fallimento della società in via chirografaria per l'eventuale credito residuo.

Quando subentri il curatore oppure il finanziatore, il regime di separazione permane.

Nel caso, invece, che il contratto si sciogla, il finanziatore ha il diritto di insinuazione al passivo per il suo credito, al netto degli importi dei proventi e dei frutti già percepiti.

Pertanto, anche nello stato di insolvenza della società permane il regime di separazione patrimoniale. Inoltre i creditori generali della società non possono compiere sui beni strumentali dell'affare altro che atti conservativi. Tale limitazione viene meno qualora il fallimento impedisca lo svolgimento dell'attività separata.

Sugli effetti di mancata realizzazione dell'affare per causa imputabile all'affare stesso, la disciplina nulla prevede.

Tuttavia pare ragionevole condividere l'orientamento di quella dottrina che ritiene che il finanziatore, che ha stipulato il contratto di finanziamento, ha assunto consapevolmente parte del

¹³ Bertuzzi M., Bozza G., Sciumbata M., *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, SAA*, in La Riforma del diritto societario, a cura di Lo Cascio G., vol. 7, Giuffrè Editore, Milano, 2003.

¹⁴ Ferro-Luzzi F., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Rivista del Diritto Commerciale", n. 1-2/3-4, 2003, pag. 120.

rischio di non ottenere il completo rimborso del capitale e, quindi, una volta che si verifichi una causa che conduca alla mancata realizzazione dell'affare, che non sia il fallimento della società, dovrebbe perdere, se il capitale separato non è capiente, il diritto a ottenere quanto non ancora a lui rimborsato.¹⁵

Pertanto, con il finanziamento destinato, il “*risk contamination*” tra attività dell'affare e attività della società gemmante/promotore non risulta completamente eliminato nella sola ipotesi in cui il fallimento della società impedisce lo svolgimento dell'affare “destinato”.

Effetti sul bilancio del promotore

Circa gli effetti sul bilancio della costituzione del finanziamento destinato, il codice civile non richiede né la distinta indicazione dei beni e dei rapporti destinati nel bilancio del promotore, né la redazione dello specifico rendiconto.

In tema di documentazione e rappresentazione contabile del finanziamento destinato nel bilancio della società, l'art. 2447-*decies*, VIII comma del codice civile, si limita a prevedere, con riferimento al bilancio della società promotore, che la nota integrativa alle voci relative ai proventi dell'affare e ai frutti e agli investimenti effettuati con i proventi, deve contenere l'indicazione della destinazione degli stessi.¹⁶

Si ritiene, pertanto, che, per i finanziamenti destinati, sia sufficiente l'indicazione richiesta dal codice civile di fornire le informazioni nella nota integrativa della società: non occorre dare separata evidenza negli schemi di bilancio di stato patrimoniale e conto economico delle voci afferenti il finanziamento destinato, né allegare al bilancio un rendiconto dal quale risulti sinteticamente l'attività dello specifico affare.¹⁷

¹⁵ Gennari F., *op. cit.*, pag. 192.

¹⁶ Il punto 21 dell'art. 2427, con riferimento al contenuto della nota integrativa, richiama infatti quanto previsto dall'art. 2447-*decies*, ottavo comma.

¹⁷ Tra gli Autori che condividono una interpretazione letterale della norma in commento si veda Comporti C., *op. cit.*, pag. 1018.

In altre parole, anche nel caso del finanziamento destinato, non si verifica l'effetto del "de-consolidamento" che, invece, pur con i limiti evidenziati nel lavoro, si riscontra nel bilancio della società di progetto.

Grado di leva utilizzabile nel finanziamento destinato

Nel finanziamento destinato, così come nel *project financing*, risulta centrale la natura "autoliquidante" dell'operazione, posto che, come dispone il codice civile, al rimborso, totale o parziale, del finanziamento vengono destinati, in via esclusiva tutti "o parte" dei proventi dell'affare stesso.

Occorre riflettere che nel caso del finanziamento destinato risulta impossibile il calcolo del quoziente di indebitamento, finanziario o complessivo, in quanto l'istituto in esame si configura come un contratto di finanziamento di uno specifico affare al rimborso del quale sono destinati i proventi dell'affare stesso.

Il finanziamento destinato, che rappresenta una nuova e ulteriore modalità di finanziamento, potrà condurre ad un più ampio ricorso a forme di prestito da parte della società: in tale circostanza, allora, sarà il quoziente di indebitamento della società che fa ricorso a tale forma di finanziamento a presentare valori più elevati, allineati a quelli di una società di progetto.

Il security package

Come già evidenziato la peculiarità del finanziamento destinato attiene il regime di privilegio del patrimonio separato, costituito dai proventi dell'affare e destinato all'esclusivo soddisfacimento dei finanziatori destinati.

L'istituto costituisce una risposta valida ed efficace alle esigenze difensive che caratterizzano le garanzie reali nel *project financing*, creando un sistema di segregazione del patrimonio destinato da quello generale del soggetto finanziato.

Inoltre, l'isolamento "in chiave dinamica" del finanziamento destinato si estende anche allo speciale regime di segregazione dei "beni strumentali". Su detti beni è espressamente statuito che i creditori generali della società, fino al termine del finanziamento o alla scadenza del tempo massimo di rimborso,

non possono che esercitare azioni conservative. Il divieto, seppur temporaneo e condizionato, dell'esercizio dell'azione esecutiva sui beni strumentali, si sostanzia in un rilevante vantaggio dei finanziatori dell'affare: l'esecuzione su detti beni potrebbe infatti compromettere il buon esito dell'affare.

Sotto questo profilo la disciplina prevista dall'art. 2447-*decies*, comma del c.c., risulta pienamente in linea con le finalità di ogni *security package* costruito in ciascuna operazione di *project financing*.

Con riferimento all'ulteriore finalità del *security package* nel finanziamento destinato, l'esercizio di un incisivo e pervasivo controllo da parte dei finanziatori sulla gestione del progetto, il codice civile prevede espressamente che il contratto di finanziamento destinato contenga anche una descrizione dei "controlli che il finanziatore (o il soggetto da lui delegato), può effettuare sull'esercizio dell'operazione".

In sintesi, il finanziamento destinato mostra, in modo pieno e completo, la sua funzionalità nel raggiungimento di quelle finalità che la costruzione del *security package* persegue nelle operazioni di *project financing*.

Trust

Segregazione

La figura del *trust* trova nel *project financing* un suo campo di applicazione ottimale: i *project financing* concepiti nei paesi di common law fanno, infatti, ampio utilizzo dello strumento del *trust* con diverse finalità.¹⁸

I modelli di *trust* ai quali si fa ricorso nelle operazioni di *project financing*, nei paesi anglosassoni, sono il *trust borrowing vehicle* e il *security trust*. Di seguito si esaminano i tratti peculiari di ciascuno di questi nonché di un modello di *trust* la cui finalità è la gestione dei contratti del progetto.

¹⁸ Carrière P., *op. cit.*, pag. 26 e segg..

Il *trust borrowing vehicle* viene utilizzato generalmente, nell'ambito delle operazioni di *project financing*, come “veicolo” di gestione accentrata dei *cash flows* in entrata e in uscita.

L'adozione di tale strumento:

- consente di imprimere un vincolo di destinazione al finanziamento del progetto, nonché un vincolo di indisponibilità ai flussi di cassa in maniera incisiva ed efficace;¹⁹
- accentra e rende diretto il controllo dei finanziatori, in qualità di beneficiari, sulla gestione finanziaria del progetto, ulteriormente rafforzata attraverso la nomina facoltativa del *protector*;²⁰
- consente una gestione amministrativo-finanziaria più efficiente attraverso l'agire di un solo soggetto.

Altra tipica applicazione del *trust* alle operazioni di finanza di progetto è quella del *security trustee*, soggetto unico intestatario e gestore delle garanzie del progetto.

Con il *security trust*, vengono garantiti ulteriormente i finanziatori: le somme versate non possono infatti venire distolte dalle finalità programmate per essere impiegate per “esigenze più pressanti dell'impresa promotrice”.²¹

Inoltre, le somme versate non possono essere “intercettate” tra il momento del loro conferimento in *trust* e quello dell'impiego nella realizzazione del progetto.

Il *trust* può essere impiegato, inoltre, come strumento di gestione accentrato di tutti i rapporti contrattuali che, generalmente, fanno capo alla società di progetto.

A differenza del *trust borrowing vehicle* e del *security trust*, il *trust* in esame non limita la propria attività di gestione ai contratti di finanziamento e di garanzia, ma estende la stessa

¹⁹ Limitatamente a tale aspetto, si può osservare l'analogia con l'istituto del finanziamento destinato: i finanziatori sono garantiti dal fatto che i creditori dei soggetti promotori non possono aggredire i flussi di cassa conferiti dai finanziatori nella fase che precede il rimborso del prestito agli stessi finanziatori.

²⁰ Si rimanda a Gallizia G., *op. cit.*

²¹ Lopilato V., *op. cit.*, pag. 344.

anche alla gestione degli altri contratti che, generalmente, fanno capo alla società di progetto (quali contratti di costruzione, di vendita, di fornitura del progetto).

Il *trust* svolge, pertanto, il ruolo di concentrare ogni rapporto giuridico che può interessare il progetto in un unico centro di imputazione unitario.

L'effetto di segregazione è certamente una delle principali caratteristiche che caratterizza l'istituto del *trust* contribuendo ad attribuirgli quel valore aggiunto in grado di renderlo estremamente competitivo nel confronto con gli altri istituti previsti nel nostro ordinamento.

In effetti con il *trust*, così come per il patrimonio destinato, non si costituisce un autonomo soggetto giuridico ma solo un patrimonio separato, opponibile ai terzi.

Da queste considerazioni emerge, con riferimento alla segregazione dei beni e dei *cash flow* confluiti nel patrimonio del *trustee*, che il *trust* è uno strumento di protezione del patrimonio da parte:

- dei creditori del disponente: ogni *trust*, infatti, produce il trasferimento dei beni in *trust*, i quali non si trovano più nel patrimonio del disponente;
- dei creditori personali del *trustee* (i beni in *trust*, di proprietà del *trustee*, sono segregati dal patrimonio del *trustee*);
- dei creditori dei beneficiari: i beni in *trust* appartengono al *trustee* e non sono parte del patrimonio del beneficiario, per cui i creditori di questi non possono aggredirlo.²²

²² “L'unico strumento a tutela dei creditori del beneficiario è quello di pignorare il credito del beneficiario nei confronti del *trustee* ed ottenere da costui i beni in *trust*. Tuttavia, tale possibilità è azionabile dai creditori nel caso in cui i beneficiari hanno diritto a ricevere parte del capitale del *trust* e non del reddito, in quanto i creditori di un beneficiario dei soli redditi del *trust* non possono aggredire il capitale, in quanto il diritto del proprio debitore non permette in nessun modo di ottenerlo.” Vedi Giacomelli U., *Brevi osservazioni sui trusts*, 2005, www.il-trust-in-italia.it. Per la stessa ragione Vicari precisa che i creditori di un beneficiario di un *trust* discrezionale, nel quale il *trustee* ha la piena discrezionalità nel decidere se e quanto erogare, non hanno ovviamente la possibilità di raggiungere i beni in *trust*. Vedi

Effetti sul bilancio del promotore

Gli effetti della costituzione del *trust* nel bilancio del promotore dipendono dalla circostanza circa la distinta soggettività di disponente, *trustee* e beneficiario.

Considerato che nei *trust* applicati alla finanza di progetto il disponente risulta, seppur non esclusivamente, anche beneficiario del *trust* stesso, allora, sulla base del principio della prevalenza della sostanza sulla forma, nonché dell'ampia dottrina economico-aziendale richiamata nel lavoro, appare ragionevole la tesi secondo la quale i beni trasferiti dal disponente al *trustee* continuano ad essere esposti nel bilancio del disponente.

Non si verifica, pertanto, l'effetto del "de-consolidamento" della attività e dei flussi monetari afferenti il progetto dal bilancio del disponente.

I *trust* applicati alla finanza di progetto sono costituiti, a parziale eccezione del *trust* come gestore accentrato di tutti i rapporti contrattuali che, generalmente, fanno capo alla società di progetto, a scopo di garanzia: pertanto, la sostanza della costituzione è equiparabile alla costituzione di garanzia e come tale deve essere contabilizzata.

Grado di indebitamento

Con riferimento al profilo circa il grado di indebitamento nei *trust* applicati alla finanza di progetto, si osserva che la formulazione di tale giudizio va condotta sulla base del rendiconto del *trustee*.

L'elevato quoziente di indebitamento, come osservato nella prima parte del presente lavoro, è giustificato e intimamente correlato all'effetto di segregazione, nonché alla costruzione di un efficace *security package*, e, posto che questi due elementi, pur con le ineliminabili differenze riscontrabili in una società di progetto, ricorrono anche nella costituzione di un *trust*, non vi

sono ragioni per ritenere che il quoziente di indebitamento, finanziario o complessivo, calcolato sul bilancio del *trustee*, presenti valori differenti da quelli della società di progetto.

Security package

Al fine della costituzione di garanzia, il *trust* non ha, in effetti, istituti alternativi competitivi. In generale, quindi, nella corsa alla costituzione di patrimoni separati con destinazione di scopo, il *trust* dimostra di costituire una risposta più efficiente rispetto alla creazione di soggetti separati, quando si tratta di organizzare garanzie a favore dei finanziatori.

Le ragioni del ricorso al *trust* a fini di garanzia risiedono essenzialmente nell'esigenza, particolarmente avvertita dagli operatori economici, di costituire garanzie del credito che non debbano sottostare ad eccessivi formalismi e, soprattutto, che consentano al creditore, in caso di inadempimento, l'escussione senza dover passare per una procedura esecutiva.

Il *trust* consente, infatti, una gestione "flottante" delle garanzie, permettendo, altresì, un impiego produttivo dei beni trasferiti in *trust*.

Il *trust*, come osservato nel lavoro, è uno strumento in grado di superare le rigidità del nostro sistema classico di garanzie reali.²³

Un ulteriore vantaggio derivante dal ricorso al *trust* consiste nella nomina facoltativa, ad opera del *settlor*, del *protector* o guardiano.

Tale nomina risponde all'esigenza di controllare il gestore, allo scopo di "rinforzare" l'osservanza, da parte del *trustee*, delle disposizioni contenute nell'atto istitutivo del *trust*, creando, così, fiducia e affidamento sulla gestione dell'affare da parte dei finanziatori.²⁴

Come noto, nel *project financing*, la garanzia per il rimborso del prestito erogato dai finanziatori è rappresentata dai *cash flow* prodotti dal progetto stesso.

²³ Carrière P., *op. cit.*, pag. 260.

²⁴ Per approfondimenti circa i poteri del guardiano nei *trust* delle legislazioni di *common law*, si rimanda a Lupoi M., *op. cit.*, pag. 399 e segg..

Per questa ragione, la garanzia di una gestione dell'affare secondo quanto previsto dal piano economico-finanziario, è funzionale al perseguimento dello scopo primario del *project financing*: quello di blindare i *cash flow* attesi dall'affare, rendendo l'operazione, non solo in termini preventivi, ma anche consuntivi, effettivamente *self-liquidating*.

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

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

Si è indagato su quelle variabili che evidenziano, di volta in volta, le criticità e le potenzialità di un istituto rispetto ad un altro, al fine di una migliore funzionalità della strutturazione di una operazione di *project financing*.

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

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

Bibliografia

Alberti A. M., *La struttura del project financing*, in “Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza”, 1997;

Amaduzzi A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1969;

Andreoli E., *Il trust. Nella prassi bancaria e finanziaria*, Padova, Cedam, 1998;

Arlt R., I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane, in “Contratto e impresa”, 2004, p. 323.

Associazione Preite, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Olivieri G., Presti G., Vella F., Bologna, Il Mulino, 2003;

Batoli S., *Il trust auto-dichiarato nella Convenzione dell'Aja sui trust*, in “Trusts”, 2005;

Becchetti E., *Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, dedicati e vincolati*, in “Rivista del Notariato”, Gennaio-Febbraio 2003, Vol. LVII, n. 1;

Berkovitch E., Kim E. H., *Financial Contracting and Leverage Induced Over and Underinvestment Incentives*, in “Journal of finance”, 45, 1990;

Berlinguer A., *Finanziamento e internazionalizzazione di impresa*, Torino, Giappichelli Editore, 2006;

Bernardini A., *Le modifiche apportate alla “Legge Merloni” dalla legge 1 agosto 2002, n. 166*, in “Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza”, 2002;

Bertuzzi M., Bozza G., Sciumbata M., *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, SAA*, in La Riforma del diritto societario, a cura di Lo Cascio G., vol. 7, Milano, Giuffrè Editore, 2003;

Besta F., *La ragioneria*, Milano, 1916;

Bianca C. M., *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957;

Bianchi M. T., *I patrimoni dedicati tra novità e tradizione*, in “Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale”, Luglio-Agosto, 2003;

Black F., Cox J., *Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions*, in “Journal of Finance”, 31, 1976;

Black F., Miller M. H., Posner R. A., *An approach to the Regulation of Bank Holding Companies*, in “Journal of Finance”, 31;

Borsa Italiana s.p.a., *Osservazioni: nota tecnica sui patrimoni destinati*, in “Rivista delle società”, 2002;

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

Brealey A., Cooper A. I., Habib M. A., *Using Project finance to Fund Infrastructure Investments*, in “Journal of Applied Corporate Finance”, 9, 3, 1996;

Broggini G., *Trust e fiducia nel diritto internazionale privato*, in “Europa e diritto privato”, 1998;

Buonocore V., *Le società – Disposizioni generali*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di Schlesinger P., Milano, 2000;

Busato A., *La figura del trust negli ordinamenti di common law e di diritto continentale*, in “Rivista di Diritto Civile”, 1992;

Bussolletti M., De Biasi P., *art. 2424, Società di capitali*. *Commentario*, a cura di Niccolini G., Stagno D'Alcontres A., Napoli, Casa editrice Novene, 2004;

- Campobasso G. F., *Diritto commerciale 1 Diritto dell'impresa*, Utet, Torino, 2000;
- Campobasso G. F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, a cura di Campobasso M., UTET, Torino, 2006;
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Milano, Giuffrè Editore, 2003;
- Caratozzolo M., *La nuova disciplina del bilancio di esercizio*, in "Le società", 2005;
- Caratozzolo M., *Il Bilancio di esercizio*, Milano, Giuffrè Editore, Milano, 2006;
- Caringella F., *Studi di diritto civile*, Giuffrè, Milano, 2003;
- Carnevali U., *Patto commissorio*, voce in Enc. Dir. Civ., 1990;
- Caroli M. G., *Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, a cura di Fontana F., Sandri S., Caroli M. G., Luiss Edizioni, Roma, 2001;
- Carrière P., *Project financing: profili di compatibilità con l'ordinamento italiano*, Cedam, Padova 1999;
- Carrière P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in "Rivista delle società", 2003, 5;
- Castronovo C., *Trust e diritto civile italiano*, in "Vita notarile", 1998;
- Ceccherelli A., *Economia aziendale e amministrazione delle imprese*, Firenze, 1961;
- Chemmanur T.J, Kose J., *Optimal incorporation, structure of debt contracts, and limited-recourse project financing*, in "Journal of financial intermediation", 5, 1996;

Chen A. H., Kesinger J. W., Martin J.D., *Project financing as a Means of Preserving Financial Flexibility*, University of Texas, Working Paper, 1989;

Coletta A., *Project financing nell'esperienza italiana*, in "Appalti, urbanistica edilizia", 1999;

Colombo G. E., *Bilancio di esercizio e bilancio consolidato*, in Trattato delle Società per Azioni, a cura di Colombo G. E., Portale G. B., , Vol. VII, parte I, Torino, Utet, 1994;

Colombo G. E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in "Banca, borsa e titoli di credito", I, 2004;

Colombo G. E., *I principi in tema di redazione del bilancio*, in Il nuovo diritto delle società, a cura di Abbadessa P. e Portale G. B., , UTET, Torino, 2007;

Comana M. (a cura di), *Il project financing per le opere di media dimensione*, Milano, Franco Angeli, 2003;

Commissione per i principi contabili, Osservazioni sul principio contabile OIC 2 "Patrimoni destinati ad uno specifico affare";

Comporti M., *Cose, beni e diritti reali*, in Istituzioni di diritto privato, a cura di Bessone M., Milano, Giappichelli Editore, 1998;

Comporti C., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in La Riforma delle società, II, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, Giappichelli, 2003;

Comporti C., *Finanziamento destinato ad uno specifico affare*, in La Riforma delle società, a cura di Sandulli M., Santoro V., tomo II, Torino, Giappichelli Editore, 2005;

Corasaniti G., *Patrimoni dedicati, finanziamenti destinati ad uno specifico affare e project financing: profili societari e fiscali*, in "Diritto e pratica tributaria", Vol. LXXVI, n. 2, marzo aprile, 2005;

CRESME per Ambiente e Territorio, *Il rapporto annuale dell'Osservatorio Nazionale del Project financing. Il mercato del Partenariato Pubblico Privato in Italia nel 2005*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006;

Dal Prato L., *La finanza di progetto: contorni e profili*, Torino, Giappichelli Editore, 2006;

D'Alessandro F., *Patrimoni separati e vincoli comunitari*, in "Le Società", 2004, n. 9;

Dabizzi F., *Il trust e il project financing*, in "Giurisprudenza commerciale", 2001, n. 6, Giuffrè, I;

Damodaran A., *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2001;

De Angelis L., *Patrimoni destinati a specifici affari di S.p.A.: profili contabili e fiscali*, in "Diritto e pratica tributaria", n. 3, 2003;

De Angelis S., *Appunti su profili di diritto contabile e tributario concernenti i patrimoni destinati a specifici affari*, in "Rivista di diritto delle imprese", 2003;

De Donato A., De Donato V., D'Errico E., *Trust convenzionale*, Roma, 1999;

De Gobbis F., *Il bilancio delle Società Anonime*, Milano, 1931;

De Minico L., *Lezioni di ragioneria*, Giannini, Napoli, 1964;

De Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Giuffrè Editore, Milano, 2007;

De Sensi V., *Patrimoni destinati e procedure concorsuali*, Ceradi, Luiss, Luglio 2005;

De Sury P., *Project financing e finanziamento delle opere pubbliche*, in *Il project financing: principi guida per la*

realizzazione delle opere pubbliche, De Saury P., Miscali M., Egea, Milano, 1995;

Dell'Atti A., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, n. 4, 2005, www.ea2000.it.

Dezzani F., Dezzani L., *I modelli contabili dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Il Fisco", n. 31, 2004;

Dezzani F., Pison P., Puddu L., *Il bilancio di esercizio. Le modifiche previste nello schema di decreto di riforma societaria*, in "Il fisco", n. 41, 2002;

Di Sabato F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in "Le Società", 2002;

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

Di Sabato F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari*, in "Banca, borsa e titoli di credito", n. 1, 2004;

Diamond D., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in "Review of Economic Studies", 51, 1984;

Draetta U., *Il project financing nella prassi del commercio internazionale*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1994;

Draetta U., Vaccà C. (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, 1997; De Saury P., Miscali M., *Il Project finance*, Milano, 1995;

Esty B., *Project finance Glossary*, in *Harvard Business Review*, 17 Ottobre 2002;

Esty B., *Return on project-financed investments: evolution and managerial implication*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, 2002;

Esty B., *The economic motivations for using project finance*, 14 February 2003;

Esty B., *Petrozuata: A Case Study of the Effective Use of Project finance*, in "Journal of Applied Finance", 12, 3;

Esty B. e Sesia A. JR., *An overview of Project finance – 2004*, Harvard Business School, 29 April 2005;

Ferraris E., *Operatività del trust nelle banche*, in "Vita Notarile", 2000;

Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Analisi di bilancio e rendiconto finanziario*, Milano, Giuffré Editore, 2006;

Ferro-Luzzi P., *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in "Rivista Notarile", 2001, I;

Ferro-Luzzi F., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Rivista del Diritto Commerciale", n. 1-2/3-4, 2003;

Ferro-Luzzi P., *I patrimoni "dedicati" e i gruppi nella riforma societaria*, in "Rivista del Notariato", 2002;

Ferro-Luzzi P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in "Rivista delle Società", 2002;

Fico D., *Le novità in tema di bilancio d'esercizio introdotte dalla riforma del diritto societario*, in "Le Società", 2003;

Fico D., *Aspetti contabili dei patrimoni destinati*, in "Le società", 2004, 10;

Fimmanò F., *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in "Le Società", 2002;

Fimmanò F., *La liquidazione delle cellule destinate alla luce della riforma del diritto fallimentare*, in "Le società", n. 2, 2006;

Fimmanò F., *La sorte dei Patrimoni destinati nei fallimenti di S.p.A.*, www.fallimentoonline.it;

Finnerty J. D., *Project financing. Asset-based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, 1996;

Flannery M. J., *Financing multiple investment project*, in “Financial Management”, Summer, 1993;

Flannery M. J., Houston J. F., Venkataraman S., *Financing Multiple Investment Project*, in “Financial Management”, Summer, 1993;

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

Gambaro A., *Appunti sulla proprietà nell'interesse altrui*, in “Trusts e attività fiduciarie”, aprile 2000;

Gatti S., *Finanziamenti destinati e procedure concorsuali*, in “Rivista dei Dottori Commercialisti”, 2004;

Gatti S., *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, Roma, Bancaria Editrice, 2005;

Gatti S., *Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo*, Bancaria Editrice, Roma, 2006;

Gazzoni F., *In Italia tutto è permesso, anche quel che è vietato (lettera aperta a Maurizio Lupoi sul trust e su altre bagattelle)*, in “Rivista del notariato”, 2001;

Gazzoni F., *Tentativo dell'impossibile (Osservazioni di un giurista “non vivente” su trust e trascirizione)*, in “Rivista Notarile”, 2001;

Gennari F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, CEDAM, 2005;

Giacomelli U., *Brevi osservazioni sui trusts*, 2005, www.il-trust-in-italia.it;

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

Glassman D. M., *Spin-Offs and Spins-Outs: Using "Securitization to Beat the Bureaucracy"*, in "Journal of Applied Corporate Finance", 1988;

Granelli C., *La responsabilità patrimoniale del debitore fra disciplina codicistica e riforma in itinere del diritto societario*, in "Rivista di Diritto Civile", n. 4/2002;

Graziadei M., *Trusts nel diritto anglo-americano*, voce in *Digesto Commerciale*, XVI, Torino, 1999, 263;

Hart O., Moore J., *On the Design of Hierarchies: Coordination versus Specialisation*, in "National Bureau of Economic Research", October, 1995;

Iamiceli P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, Cedam, 2003;

Imperatori G., *La finanza di progetto. Una tecnica, una cultura, una politica*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2003;

Inzitari B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in "Le Società", 2003;

Inzitari B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447-bis, lett. a, c.c.)*, in "Contratto e impresa", 2003;

Jaeger P. G., *Par condicio creditorum*, in "Giurisprudenza commerciale", 1984, I;

Jensen M., *Agency Costs and Free Cash flow. Corporate Finance and Takeovers*, in "American Economic Review", May, 1986;

Jensen M.C., *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems*, in “Journal of Finance”, 48, 1993;

Jensen M.; Meckling W.(1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in “Journal of Financial Economics”, 3;

John T.A., John K., *Optimality of Project financing: Theory and Empirical Implications in Finance and Accounting*, in “Review of Quantitative-Finance and Accounting”, 1, 1991;

Kesinger, Martin J., *Project finance: Raising Money The Old fashioned Way*, in “Journal of Applied Finance”, 1998;

La Rosa F., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè Editore, 2007;

Lamandini M., *I patrimoni destinati nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in “Rivista delle Società”, 2003;

Leland H. E., Pyle D. H., *Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries*, in “Journal of Finance”, 32, 1977;

Lener R., *Trust e garanzia di prestito obbligazionario*, estratto dalle Relazioni Congresso Nazionale, Roma, 19-20 novembre 1999, www.il-trust-in-italia.it;

Lenzi R., *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in “Rivista del Notariato”, Vol. LVII, Maggio-Giugno, 2003, 3;

Lo Cicero M., *Beni pubblici e public private partnership: dal Project financing al PPP, la lezione del Regno Unito*, in “Impresa, incertezza e investimenti dal corporate al project finance ”, Torino, UTET, 2003;

Lo Cicero M., *Project vs corporate financing*, in “Rassegna economica”, volume 60, n. 4 ottobre-dicembre;

Lopilato P., *Il trust e la finanza di progetto*, in “Giurisprudenza commerciale”, 2003;

Lopilato V., *Trust e “Project financing” dopo la “Merloni ter”*, in “Trusts e attività fiduciarie”, Luglio 2001;

Lupoi M., *Il trust nell’ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell’Aja del 1° luglio 1985*, in “Vita notarile”, 1992;

Lupoi M., *Introduzione ai trust. Diritto inglese. Convenzione dell’Aia. Diritto italiano*, Milano, Giuffré, 1994;

Lupoi M., *The shapeless trust – Il trust amorfo*, in “Vita notarile”, 1995, I;

Lupoi M., *Le posizioni soggettive protette*, in “Trusts e attività fiduciarie”, 2000, 160;

Lupoi M., *Trusts*, Milano, Giuffré Editore, 2001;

Lupoi M., *Lettera a un notaio conoscitore dei trust*, in “Trusts e attività fiduciarie”, 2002;

Macello U., *Situazioni soggettive e rapporti giuridici*, in Bessone M. (a cura di), *Istituzioni di diritto privato*, Giappichelli Editore, Milano, 1998;

Mancinelli L., Bastianelli M., *Impresa disponibile e trustee professionale: problematiche tributarie e di bilancio dei beni in trust*, in “Trust e attività fiduciarie”, Gennaio 2003;

Manes P., *Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario*, in “Contratto e Impresa”, 2001, 1;

Manes P., *Tratti salienti del trust: il modello inglese e il modello internazionale*, dattiloscritto della relazione tenuta al seminario “Trust per la famiglia e l’impresa. Applicazioni professionali, profili civilistici e tributari” svoltosi a Napoli il 30 gennaio 2002;

Manes P., *Trust e art. 2740 c.c.: un problema finalmente risolto*, in “Contratto e impresa”, n. 2 maggio agosto 2002;

Manes P., *Sui “patrimoni destinati ad uno specifico affare” nella riforma del diritto societario*, in “Contratto e impresa”, Anno XIX, n. 1 Gennaio-Aprile 2003;

Marano G., *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, n. 57, giugno 2004;

Marcello R., Papaleo P. P., Pollio M., *I patrimoni e i finanziamenti destinati nelle S.p.A.*, Napoli, Sistemi Editoriali, 2006;

Marchese S., *Il bilancio del trustee: aspetti contabili*, in “Trusts e attività fiduciarie”, 2000;

Marchese S., *Trust immobiliare a scopo di garanzia di un prestito obbligazionario: i riflessi nel bilancio della società emittente*, in “Trusts e attività fiduciarie”, Luglio 2003;

Marino R., *La disciplina delle garanzie finanziarie. Profili innovativi*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006;

Menicucci M., *Patrimoni e finanziamenti destinati: responsabilità e tutela dei creditori dei terzi*, in “Giurisprudenza commerciale”, 2005, 32.2;

Mignone G., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in AA.VV, *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P., II, Bologna, Zanichelli, 2004;

Miller M., *Debt and Taxes*, in “Journal of Finance”, 32, 1977;

Minniti G. F., *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in “Rivista di diritto commerciale”, 1997, I;

Miscali M., *Aspetti fiscali del project financing*, Liuc Papers, n. 6, febbraio 1994;

Miscali M., *Il project financing. contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, in *Il Trattato*, diretto da Galgano F., 1995;

Miscali M., *I tratti giuridici delle operazioni di project financing*, in *Project financing*, a cura di Vaccà, Milano, 2002;

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

Modigliani F., Miller M., *Corporate Income taxes and the Cost of Capital: a Correction*, in "American Economic Review", 53, 3, 1963;

Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, UTET, 2005;

Morbidei G., (a cura di), *Finanza di progetto*, Torino, Giappichelli Editore, 2003;

Musaio A., *L'evoluzione della disciplina del bilancio ed i principi contabili*, in *Contabilità e Bilancio. Fondamenti e disciplina*, a cura di Fabbrini G., Musaio A., Milano, Franco Angeli, 2004;

Musaio A., *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, Milano, Franco Angeli, 2005;

Myers S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in "Journal of Financial Economics", 5, 1977.

Myers S.C., Majluf N. S., *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors do not have*, in "Journal of Financial Economics"; 13;

Napolitano G., Mazzieri A., Napolitano D. (a cura di), *Il "project financing"*, Napoli, Jovene Editore, 2006;

Nevitt P.K., *Project financing*, London, 1980;

Nevitt P., *Project financing*, Serie Quaderni n. 15, Rivista Milanese di Economia, Editori Laterza, Milano 1983;

Nevitt P.K., Fabozzi F.J., *Project financing*, 7th edition, Euromoney Books, London, 2000;

Niutta A., *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, Milano, Giuffrè Editore, 2006;

Onida P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1965;

Oppo G., *Le grandi opzioni della riforma e della società per azioni*, in "Rivista di diritto civile", settembre-ottobre 2003;

Organismo Italiano di Contabilità, Documento n. 17 dei principi contabili *Il bilancio consolidato*, Milano, Giuffrè, 2005.

Organismo Italiano di Contabilità, Documento n. 22 dei principi contabili *Conti d'ordine*, Milano, Giuffrè Editore, Maggio 2005;

Organismo Italiano di Contabilità, Documento n. 28 dei principi contabili *Il patrimonio netto*, Milano, Giuffrè Editore, Maggio 2005;

Organismo Italiano di Contabilità, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Milano, Giuffrè, 2005;

Organismo Italiano di Contabilità, Documento interpretativo n. 1 del Principio contabile 12 *Classificazione nel conto economico dei costi e ricavi*, Milano, Giuffrè Editore, 2006;

Paglietti C., *Profili civilistici del project financing*, in "Nuova Giurisprudenza Civile Commentata", 2003, II;

Paris S., *Note introduttive*, Il project financing nelle opere di media dimensione, a cura di Comana M., Franco Angeli, Milano, 2003;

Patti A., *La rappresentazione in bilancio delle garanzie reali*, in “Il fallimento”, 2002, 9;

Pavletic S., *Il bilancio del trustee. Appunti sugli aspetti contabili e tributari del trasferimento di beni in trust*, <http://www.il-trust-in-italia.it/>;

Piccirilli E. M., *Il project financing nello scenario giuridico italiano*, in “Impresa”, 2002, 10;

Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in “Rivista delle società”, nov-dic. 2003;

Pisoni P., Puddu L., *Le analisi finanziarie: solidità e liquidità dell'impresa*, in “Impresa”, n. 5, 31 maggio 2002;

Pontolillo V., *Aspetti economico-istituzionali del project financing. Problematiche ed esperienze in Italia*, in *Lezioni di finanza*, Milano, 2000, 73;

Presilla S., *I problemi di adattabilità del diritto al project financing e la legge ad esso applicabile*, in “Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza”, 2004;

Presilla S., *Il project financing Profili di compatibilità generale con l'ordinamento giuridico italiano alla luce della sua tradizionale diffusione nei Paesi di origine anglosassone*, in “Nuova Rassegna di legislazione dottrina e giurisprudenza”, 2004, volume 78;

Rabitti G. L., *Project finance e collegamento contrattuale*, in “Contratto e impresa”, 1996, II;

Rabitti Bedogni C., *Patrimoni dedicati*, in “Rivista del notariato” 2002;

Rocco Di Torrepadula N., *Patrimoni destinati ed insolvenza*, in “Giurisprudenza Commerciale”, 31.1, 2004;

Ross S. A., *The determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach*, in "Journal of Economics", 8, 1977;

Rossi N., *Il bilancio nel sistema operante della impresa*, Milano, 1957;

Rubino De Ritis M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Il nuovo diritto societario diretto da Abbadessa P., Portale G.B., 1, Torino, Utet, 2004;

Rumi G., *Securitisation in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in "Giurisprudenza commerciale", 2000, I;

Salamone L., *I "finanziamenti destinati", tra separazione patrimoniale e garanzia senza spossessamento*, Il Nuovo diritto delle società, diretto da Abbadessa P., Portale G. B., 1, Torino, Utet, 2007;

Salvato C., *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti*, in *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, a cura di Draetta U., Vaccà C., Milano, 1997;

Salvato C., *Le operazioni di project financing: struttura, soggetti, ruoli, tratti operativi*, in *Il Project financing*, a cura di Vaccà C., Egea, Milano 2002;

Salvatore L., *L'utilizzazione del trust al servizio dell'impresa*, in "Rivista del notariato", Vol. LX, n. 1;

Sembri S. M., *Project financing. La finanza di progetto per la realizzazione di opera pubbliche*, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da Piccozza E., Gabrielli E., Volume Terzo, Padova, Cedam, 2006;

Saverio B., *il Trust*, Milano, Giuffrè, 2001;

Scano D., *Project financing*, Giuffrè, Milano, 2006;

Scotti Camuzzi S., *Il project financing come strumento di realizzazione di opere pubbliche*, Milano, Giuffrè Editore, 2001;

Shah S, Takor A. V., *Optimal Capital Structure and Project finance*, in “Journal of Economic Theory”, 42, 1987;

Sorge M., *La natura del rischio di credito nel project finance*, in “Rassegna trimestrale BRI”, dicembre 2004;

Spinelli D., *Project financing e dialogo competitivo*, in Atti del Seminario “Le nuove direttive europee degli appalti pubblici ed i partenariato pubblico-privati”, Bruxelles 16-17 febbraio 2006;

Stella Richter, *I patrimoni “dedicati” nel diritto delle società per azioni: appunti sulle prospettive di riforma*, www.associazionepreite.it/attività0.3htm;

Stulz M.R. M., *Managerial Discretion and optimal Financing Policies*, in “Journal of Financial Economics”, 26, 1990;

Uckmar V., *Aspetti giuridici e fiscali del project financing*, in “Diritto e pratica tributaria”, 2002, n. 5;

Unità Tecnica della Finanza di Progetto, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, maggio 2002;

Vacca C., *Il project financing*, Egea, Milano 2002;

Venuti M., *Il principio della funzione economica nella redazione del bilancio*, in “Le società”, 2004;

Verna G., *Il bilancio tra riforma della società e introduzione dei principi contabili internazionali*, in “Rivista dei dottori commercialisti”, n. 3, 2002;

Verna G., *Osservazione sulla rappresentazione contabile dei patrimoni destinati a specifici affari*, www.ipsoa.it;

Vianello V., *Istituzioni di ragioneria generale*, Milano, 1935;

Vicari A., voce *Trust di protezione patrimoniale*, in *I trust interni*, CD-Rom edito dall'Associazione *Il trust in Italia*, 2002;

World Bank, *World Development Report 1994*, New York, Oxford University Press;

Wynant L., *Essential elements of project financing*, in "Harvard Business Review", May-June 1980;

Zappa G., *Il reddito di impresa*, Giuffré, Milano, 1937;

Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffré, Milano, 1956;

Zimmermann R., *The Law of Obligations*, Jura, 181 – 186, 1990;

Zoppini A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in "Rivista di Diritto Civile", 2002, I;

Zoppini A., *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, in "Fiducia e trust", n. 1-2003;

Zoppini A., *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, www.dirittoestoria.it