

Le obbligazioni di progetto o project bond

ESTRATTO DA:

*Le nuove regole del 2011-2012 per favorire la costruzione delle infrastrutture strategiche in Italia. Il ruolo centrale del finanziamento.
Conoscerlo per allargare la resistenza.*

30.8.2012, www.notavbrennero.eu

C - Le obbligazioni di progetto o project bond

E' previsto in Italia già da molti anni

- che il soggetto aggiudicatario di una concessione per la realizzazione e/o gestione di una infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità ha la facoltà di costituire una società di progetto in forma di SpA o Srl, anche consortile ⁵¹;
- che queste società di progetto possono emettere obbligazioni garantite da ipoteca ⁵², avvertendo dell'elevato grado di rischio connesso; ma questa possibilità è rimasta fino ad oggi praticamente inattuata.

Dall'inizio del 2012, però, lo strumento del c.d. project bond è stato fortemente rilanciato.

Le nuove regole ⁵³ stabiliscono che:

1) allo scopo di realizzare una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità sia le società di progetto che, più in generale, le società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato (PPP) ⁵⁴ possono emettere titoli obbligazionari e titoli di debito nominativi (certificati di debito) non trasferibili destinati ⁵⁵ alla sottoscrizione dei soli investitori qualificati ⁵⁶, ai quali non

⁵¹ Articolo 156 del "Codice dei contratti pubblici e s.m.i.", con contenuto preso da norme del 1998.

⁵² Ancora fin dal 1998. Cfr. la Legge 18 novembre 1998, n. 415, c.d. Merloni-ter.

⁵³ L'articolo 41 del DL n. 1/2012 convertito dalla Legge n. 27/2012 ha sostituito l'articolo 157 del "Codice dei contratti pubblici e s.m.i."

⁵⁴ Si ricorda la definizione ampia dello schema di PPP riportata all'inizio di queste pagine (nota 16).

⁵⁵ Questa formulazione non consente di escludere che la sottoscrizione da parte dei destinatari potrebbe risultare in qualche modo forzata, se non altro sul piano politico.

⁵⁶ Attraverso una ricostruzione che passa dal decreto legislativo n. 58/1998 in materia di intermediazione finanziaria e s.m.i., dalla delibera CONSOB n. 16190 del 29.10.2007 e s.m.i. (Regolamento intermediari), dal Decreto Ministero Economia e Finanze n. 236 del 11.11.2011 (Definizione e individuazione dei clienti professionali pubblici, decreto legislativo n. 236/2011) e infine dalla delibera CONSOB n. 18079 del 20.1.2012 si può schematizzare che sono investitori qualificati

1) i c.d. clienti professionali privati dei servizi di investimento, generalmente rientranti nella nozione di investitori istituzionali privati:

a) banche;

b) SIM e imprese di investimento;

c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;

d) imprese di assicurazione;

e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;

f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;

g) negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;

h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals);

i) altri investitori istituzionali;

l) agenti di cambio;

m) imprese di grandi dimensioni con almeno due requisiti dimensionali tra totale di bilancio di 20.000.000 EUR, fatturato netto di 40.000.000 EUR, fondi propri di 2.000.000 EUR;

n) investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie;

o) clienti diversi che con determinati requisiti ne facciano richiesta agli intermediari;

2) i c.d. clienti professionali pubblici dei servizi di investimento:

a) Governo della Repubblica;

b) Banca d'Italia;

c) su richiesta, Regioni, Province autonome di Trento e Bolzano, Comuni, Province, Città Metropolitane, Comunità Montane, Comunità Isolane, Unioni di Comuni, enti pubblici nazionali e regionali, a condizione che i richiedenti soddisfino congiuntamente il requisito di avere entrate finali accertate nell'ultimo rendiconto di gestione approvato superiori a 40 milioni di Euro, il requisito di aver effettuato operazioni sul mercato finanziario di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di Euro nel corso del triennio precedente la stipula del contratto, il requisito di avere in organico personale con adeguate competenze in materia di servizi di investimento (compresi quelli di gestione collettiva) e strumenti finanziari.

si applica la disciplina dell'offerta al pubblico. E' il caso di osservare che - contrariamente all'apparente limite normativo - ad avere lo status di investitore qualificato sono praticamente tutti i soggetti pubblici conosciuti e tutti i soggetti privati che operano sul mercato bancario/finanziario;

2) i titoli emessi possono essere trasferiti solo ad altri investitori qualificati;

3) ai titoli emessi non si applicano i vincoli consueti per questo tipo di prodotti ⁵⁷;

4) "i titoli e la relativa documentazione di offerta devono riportare chiaramente ed evidenziare distintamente un avvertimento circa l'elevato profilo di rischio associato all'operazione";

5) per tutto il periodo della costruzione dell'infrastruttura o della configurazione del nuovo servizio, e fino all'avvio della gestione, obbligazioni e titoli di debito "possono ⁵⁸ essere garantiti dal sistema finanziario, da fondazioni e da fondi privati" secondo indicazioni che dovranno essere stabilite dal Ministro dell'Economia e delle Finanze;

6) le nuove norme si applicano anche a società già costituite alla data dell'entrata in vigore.

Si noti che quest'ultima disposizione si presta ad essere interpretata nel senso che le società destinatarie di questo favore non devono già essere costituite come società di PPP. Potrebbero perciò avvalersene, tra le altre, anche Lyon Turin Ferroviaire - sas (o il promotore pubblico che la sostituirà dal 2013) e Brennerbasistunnel Società Europea nel caso in cui fossero in futuro chiamate alla costruzione delle opere TAV principali ⁵⁹.

A questa architettura di favore il decreto-legge 22.6.2012, n. 83 (convertito dalla legge n. 134/2012) ha aggiunto ulteriori elementi all'articolo 1 (Integrazione della disciplina relativa all'emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto - project bond):

- per un periodo di tre anni dall'emissione le obbligazioni di progetto hanno lo stesso regime fiscale previsto per i titoli del debito pubblico (tassa sui rendimenti al 12,50% in luogo di quella ordinaria al 20%);
- per lo stesso periodo le garanzie di qualunque tipo da chiunque e in qualsiasi momento prestate su obbligazioni e titoli di debito emessi dalle società di progetto sono soggette alle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa forfettaria;
- l'emissione di obbligazioni e titoli di debito può essere decisa da una società di PPP "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".

Possiamo scommettere che quest'ultima norma sarà considerata applicabile anche a soggetti qualificabili come società di PPP sia attualmente sia anche al tempo in cui hanno contratto debiti acquisendo sul mercato i finanziamenti per la costruzione di "grandi opere". Il pensiero corre verso TAV SpA ⁶⁰ e Infrastrutture SpA, e alle società che ora le hanno riassorbite.

Il grande sforzo compiuto per promuovere le obbligazioni di progetto si propone di superare le

⁵⁷ Non si applicano, per esempio, le regole sull'impossibilità di ridurre il capitale sociale dopo l'emissione obbligazionaria, sulla tracciabilità e le informazioni di valore e di garanzia delle obbligazioni, sui diritti degli obbligazionisti.

⁵⁸ La frase contiene un evidente eufemismo: la garanzia sarà nei fatti non possibile ma necessaria; titoli così rischiosi non sarebbero collocabili senza ferree sicurezze almeno sul rimborso del capitale.

⁵⁹ Da notizie di stampa (Il Sole 24 Ore, 24.6.2012, *Project bond, necessaria una garanzia su misura*) risulterebbe che solo la società Tangenziale Est Milano ha fatto partire un programma per l'emissione di un project bond.

⁶⁰ Treno ad Alta Velocità - TAV SpA è stata creata il 19.7.1991. Al capitale sociale della società hanno partecipato per il 55,5 % istituti di credito italiani ed esteri (tra cui Imi, Citibank, Banca Nazionale del Lavoro, Istituto Italiano di Credito Fondiario, Banco di Napoli, Cariplo, Istituto Bancario San Paolo di Torino, Isveimer, Crediop, Credito Italiano, Indosuez, Credit Lyonnaise), e per il restante 45,5% Ferrovie dello Stato. Tra l'agosto ed il settembre del 1991 TAV SPA ha ricevuto la c.d. concessione di committenza (diversa dall'affidamento a contraente generale) che consisteva nella concessione di progettazione, costruzione e sfruttamento economico del sistema Alta Velocità. Nel 1998 è poi rientrata nell'orbita di FS SpA con l'uscita delle banche dalla compagine azionaria. Il 31.12.2010 è stata fusa per incorporazione in Rete Ferroviaria Italiana SpA.

difficoltà che questo tipo di operazione - teoricamente possibile da circa 15 anni - ha sempre incontrato.

Per chi non condivide la filosofia delle “grandi opere” si tratta di uno sforzo pericoloso perché:

- obbligazioni ad alto rischio vengono disinvoltamente ammesse nei portafogli anche di enti locali e di soggetti che gestiscono risparmio collettivo (per esempio, fondi pensione), con formulazioni che non escludono sottoscrizioni forzose;
- la consapevolezza che il mercato non assorbirebbe facilmente titoli del genere ha portato il Governo Monti a prevedere una garanzia (ancora da precisare ma) facente capo a tutto il sistema finanziario nazionale. Sono in parecchi a pensare ⁶¹ che questa garanzia potrebbe essere prestata dalla Cassa Depositi e Prestiti (sulla base del risparmio postale garantito a sua volta dallo Stato) o da SACE ⁶²;
- all'emissione di questi titoli è associata una sospetta e inopportuna agevolazione fiscale;
- è possibile nuova accumulazione di debito pubblico visto che alcuni compratori pubblici potrebbero indebitarsi per acquisire questi titoli che peraltro, rischiosi come sono, dovranno offrire grossi tassi di interesse.

⁶¹ Cfr. Il Sole 24 Ore, 17.6.2012, *Project bond, il nodo garanzie*, e Il Sole 24 Ore, 24.6.2012, *Project bond, necessaria una garanzia su misura*.

⁶² “SACE è un gruppo assicurativo-finanziario attivo nell’export credit, nell’assicurazione del credito, nella protezione degli investimenti, nelle garanzie finanziarie, nelle cauzioni e nel factoring; il Gruppo sostiene la crescita di oltre 25 mila imprese in più di 180 paesi, garantendo flussi di cassa più stabili e trasformando i rischi di insolvenza in opportunità di sviluppo” (cfr. http://www.sace.it/GruppoSACE/content/it/corporate/sace_group/profile/index.html, 9.7.2012). Pare peraltro che la Cassa Depositi e Prestiti stia considerando la possibilità di acquisire proprio SACE, insieme a Fintecna (cfr. Italia Oggi, 12.5.2012 e 19.5.2012).