Fondi infrastrutturali e imprese di costruzione

Le società di progetto tra autonomia patrimoniale, governance e allocazione dei rischi

Indice

Introduzione al Project Finance e alle SPV..... 3

Funzione della SPV nel Diritto Societario..... 4

Separazione Patrimoniale e Tutela dei Creditori..... 5

Confronto con Cartolarizzazioni e Patrimoni Destinati..... 6

Fondi di Investimento e Partecipazioni in SPV..... 7

Governance e Conflitti di Interesse..... 7

Deadlock e Procedure Decisionali..... 9

Normativa sui Partenariati Pubblici..... 10

Allocazione dei Rischi e Contratti di Costruzione..... 11

Struttura Finanziaria e Cash Waterfall..... 14

Direzione e Coordinamento..... 16

Postergazione e Finanziamenti dei Soci..... 17

Insolvenza e Continuità del Progetto..... 18

Impatto Contabile e Consolidamento..... 20

Disinvestimento e Avvicendamento degli Investitori..... 23

Conclusioni..... 26

Bibliografia..... 27

Introduzione al Project Finance e alle SPV

Nel gennaio 2015, il comunicato che annunciava il finanziamento del campus ospedaliero di Adana indicava una compagine societaria piuttosto eloquente. Meridiam deteneva il 40% di ADN PPP Sağlık Yatırım A.Ş., un altro 40% apparteneva a Rönesans, gruppo attivo nelle costruzioni. Il resto era ripartito fra tre operatori turchi. Per realizzare un progetto da 550 milioni di euro, investitore infrastrutturale e costruttore si erano quindi ritrovati nel capitale della stessa società. Il finanziamento era descritto come *limited recourse*, tuttavia, le percentuali raccontano soltanto una parte dell'operazione.

Un'impresa di costruzioni remunera la propria organizzazione produttiva attraverso l'esecuzione dei lavori mentre un investitore infrastrutturale valuta il rendimento che potrà ricavare dalla partecipazione nel tempo. I due possono avere interesse a completare l'opera, ma divergere sul prezzo di una variante, sull'opportunità di contestare un ritardo o sull'impiego della liquidità disponibile. La società comune permette loro di investire nello stesso progetto. È qui che l'impiego di una *special purpose vehicle* (SPV) assume interesse per il diritto societario. La costituzione del veicolo identifica un centro di imputazione dei rapporti, la negoziazione successiva determina quanto del rischio rimarrà al suo interno e quanto verrà assunto da altri soggetti.

Negli investimenti infrastrutturali la separazione acquista valore perché un singolo progetto concentra costi iniziali elevati, ricavi differiti e rapporti destinati a durare molti anni. Chi mette a disposizione capitale deve poter comprendere quale attività sta finanziando e quali obbligazioni potranno assorbire le risorse generate da quell'attività.

Funzione della SPV nel Diritto Societario

L’espressione «diluire il rischio sui conti» lascia però irrisolto un passaggio. Una perdita può essere circoscritta senza diventare meno probabile. Un debito può essere giuridicamente riferibile alla sola società di progetto e figurare comunque nel consolidato di uno sponsor. Il diritto delle società e i principi contabili rispondono a domande differenti, anche quando guardano alla medesima operazione. Per capire il vantaggio del veicolo occorre attraversarli entrambi, partendo dai rapporti che esso rende possibili.

SPV è una denominazione funzionale. Non introduce nell’ordinamento italiano un tipo societario ulteriore rispetto a quelli previsti dal codice. Una S.p.A. o una S.r.l. può essere costituita per un’attività delimitata, assumere i contratti del progetto e raccogliere le risorse necessarie. La funzione resta riconoscibile anche quando, nella struttura di investimento, compaiono una holding intermedia o un veicolo dedicato all’emissione del debito. Per questo la sigla, da sola, dice poco sulla responsabilità. Bisogna individuare la forma giuridica, la legge applicabile e il soggetto che ha sottoscritto ciascun impegno.

Il punto di partenza, per le società di capitali italiane, è negli artt. 2325 e 2462 c.c. Le obbligazioni sociali gravano sul patrimonio della società, ferme le eccezioni previste dalle stesse disposizioni per determinate situazioni di unipersonalità. Il socio sopporta la perdita del valore del proprio investimento, non diventa, per il solo possesso della partecipazione, debitore delle obbligazioni contratte dalla partecipata. L’art. 2740 c.c. consente di leggere la regola dal lato del creditore, è il patrimonio del suo debitore a costituire la garanzia generale.

La separazione opera anche nell’altra direzione. Il creditore personale di un socio può agire sulla partecipazione secondo la disciplina applicabile, ma non trattare i beni della partecipata come beni del socio. Per le quote di S.r.l. il riferimento è l’art. 2471 c.c. La differenza conta quando un costruttore entra in difficoltà per commesse estranee all’infrastruttura, l’aggressione della sua partecipazione pone un problema proprietario e di continuità dei rapporti, senza trasformarsi per ciò solo in esecuzione sui beni della SPV.

Separazione Patrimoniale e Tutela dei Creditori

Hansmann e Kraakman hanno mostrato quanto questa organizzazione dei patrimoni incida sul funzionamento dell'impresa. Nella loro analisi, la limitazione dell'esposizione dei proprietari va distinta dalla destinazione prioritaria dei beni dell'organizzazione ai creditori dell'organizzazione stessa. La separazione consente a questi ultimi di valutare un insieme identificabile di attività, riducendo la necessità di conoscere tutte le vicende economiche dei singoli proprietari. È una spiegazione teorica particolarmente utile per leggere la costituzione di società dedicate a investimenti distinti.

Applicata alle infrastrutture, l'intuizione è concreta. Una banca che finanzia un ospedale vuole valutare la concessione, i costi di costruzione e i ricavi attesi dai servizi. Se quei flussi confluissero indistintamente nella tesoreria di un'impresa impegnata in numerosi progetti, il rimborso dipenderebbe anche da attività che il finanziatore non ha esaminato con la stessa profondità. La società dedicata restringe il perimetro dell'analisi. La documentazione finanziaria può rafforzarlo attraverso limiti all'assunzione di ulteriori debiti, alla concessione di garanzie per terzi e alla distribuzione di risorse ai soci.

Questi vincoli contrattuali hanno la loro forza e i loro limiti. Un conto dedicato facilita il controllo degli incassi, una clausola che vieta investimenti estranei protegge la destinazione economica del finanziamento. L'efficacia verso i terzi e le conseguenze dell'insolvenza dipendono però dalle regole applicabili allo strumento utilizzato. Sarebbe eccessivo attribuire a qualunque clausola di destinazione la capacità di creare un patrimonio separato opponibile a tutti i creditori. Il problema si vede meglio quando il confronto si sposta sulle cartolarizzazioni.

Confronto con Cartolarizzazioni e Patrimoni Destinati

Nella cartolarizzazione tradizionale, un *originator* cede un portafoglio di crediti a un veicolo, che finanzia l'acquisto mediante l'emissione di titoli. Gli incassi dei crediti sostengono i pagamenti dovuti agli investitori. La SPV concentra una funzione giuridica, mentre attività come la riscossione sono affidate a un *servicer*, quest'ultimo può coincidere con il soggetto che aveva originato i crediti. La gestione dei flussi può quindi rimanere al cedente anche dopo che la titolarità degli attivi è stata trasferita.

Nel sistema italiano, gli artt. 1 e 3 della legge n. 130 del 1999 aggiungono una disciplina speciale. I crediti e le altre attività individuate dalla legge in relazione a ciascuna operazione costituiscono un patrimonio separato da quello della società e da quelli relativi alle altre operazioni. È quindi possibile riconoscere una separazione anche all'interno del medesimo soggetto. Le risorse dell'operazione sono destinate ai pagamenti previsti dalla disciplina, che considera anche i suoi costi e specifici rapporti accessori. Una società di progetto che realizza un'infrastruttura non acquista automaticamente questa protezione soltanto perché viene chiamata SPV. Il confronto con la cartolarizzazione permette di individuare la fonte della separazione, evitando che l'identità dell'acronimo nasconda differenze decisive.

Un ulteriore termine di raffronto è offerto dai patrimoni destinati a uno specifico affare e dai finanziamenti destinati, disciplinati dagli artt. 2447-bis e seguenti c.c., anche in questo caso il legislatore individua condizioni ed effetti di una destinazione che si realizza all'interno di una S.p.A., senza creare una nuova società.

La posizione del fondo richiede una distinzione ulteriore. Il fondo che acquista titoli emessi in una cartolarizzazione assume i diritti incorporati in quegli strumenti. Il fondo che partecipa alla società di progetto entra invece in un rapporto societario, eventualmente affiancato da prestiti e altri impegni. Può negoziare poteri amministrativi, condizioni di uscita e protezioni contro determinate decisioni. Acquistare una tranche subordinata, talvolta

denominata *equity*, non equivale per il solo nome ad acquistare azioni o quote del veicolo. Per il fondo comune italiano, poi, il linguaggio dell'investimento non deve far perdere di vista il gestore. L'art. 36 del Testo unico della finanza (TUF) distingue il patrimonio del fondo da quello della società di gestione del risparmio (SGR), dai patrimoni degli altri fondi gestiti e da quelli dei partecipanti.

Fondi di Investimento e Partecipazioni in SPV

La SGR esercita la gestione nel quadro delle disposizioni applicabili. È quindi necessario identificare in quale qualità intervenga e a quale patrimonio siano riferibili gli impegni assunti, non è sufficiente raffigurare il fondo come una società capogruppo ordinaria. La catena può comprendere una holding e una società di progetto, entrambe partecipate nell'interesse del fondo. Inserire un livello intermedio può rispondere a esigenze organizzative o finanziarie, ma moltiplica i rapporti da esaminare. La protezione patrimoniale del fondo non si confonde con quella della società partecipata. Né l'esistenza di un patrimonio autonomo impedisce che una condotta propria del gestore produca responsabilità in capo a quest'ultimo. Questa possibilità emergerà con particolare chiarezza nella disciplina della direzione e coordinamento.

Governance e Conflitti di Interesse

Prima, tuttavia, c'è un problema più quotidiano, chi decide quanto pagare al costruttore. Quando l'appaltatore è anche socio, la SPV contratta con un soggetto che concorre a determinarne le decisioni. Il costruttore conosce tecnologie, tempi e disponibilità dei fornitori, la sua partecipazione al capitale lo espone a una parte delle conseguenze di un'esecuzione insoddisfacente. Il fondo può apportare risorse e capacità di strutturazione dell'investimento. Ma la coincidenza di interessi dura finché le scelte che favoriscono il contratto di costruzione sono compatibili con quelle che preservano il valore della partecipazione.

Si immagini una variante per la quale l'appaltatore domandi un incremento del corrispettivo, la società di progetto deve verificare se la richiesta sia fondata e se il costo possa essere sostenuto o recuperato. Il socio costruttore beneficia invece del ricavo aggiuntivo anche in una posizione diversa da quella di azionista. Se l'aumento del prezzo eccede il costo effettivo della variante, il margine può compensare, per lui, una parte della perdita di valore della partecipazione. Per l'altro socio quella compensazione non esiste. È un esempio ipotetico, ma individua il conflitto senza bisogno di postulare una condotta illecita.

La risposta non si esaurisce in una maggioranza assembleare. Occorre stabilire come siano approvati il contratto iniziale e le sue modifiche, chi disponga delle informazioni tecniche e chi possa attivare i rimedi contro l'appaltatore. Un limite agli extracosti è poco utile se la società non ha accesso tempestivo ai dati di cantiere. Analogamente, un potere di veto può impedire un pagamento contestato ma lasciare irrisolto il ritardo che minaccia la consegna dell'opera. La governance entra così nella gestione del rischio attraverso decisioni specifiche, non soltanto attraverso la distribuzione delle cariche.

Gli amministratori designati dai diversi sponsor restano amministratori della SPV. La provenienza della nomina non converte il consiglio in una sede nella quale ciascuno possa semplicemente eseguire istruzioni del proprio investitore. Per la S.p.A., gli artt. 2380-bis e 2392 c.c. collocano gestione e responsabilità nella posizione dell'amministratore. Quando sorge un interesse nell'operazione, l'art. 2391 richiede gli adempimenti informativi e decisionali che la norma specifica, compresa la motivazione della deliberazione nei casi previsti. La disciplina non coincide con un indistinto obbligo di astensione di tutti gli amministratori interessati.

Per la S.r.l. devono essere esaminate le regole proprie del tipo, fra cui gli artt. 2475-ter e 2476 c.c. L'annullabilità di un contratto concluso in conflitto e l'impugnazione di una decisione consiliare hanno presupposti diversi. Una redazione accurata degli accordi deve tenerne conto senza confidare nella sola riproduzione delle regole della S.p.A. Si può

prevedere un procedimento di approvazione, richiedere una verifica tecnica indipendente o attribuire un ruolo agli amministratori privi di interessi nell'operazione, resta da verificarne la compatibilità con lo statuto e con le competenze inderogabili degli organi. Lo stesso vale per le materie riservate ai soci.

Deadlock e Procedure Decisionali

Bilancio preventivo, nuovo indebitamento e cessione del contratto di costruzione possono essere sottoposti a maggioranze rafforzate. L'art. 2468 c.c. offre, nella S.r.l., lo spazio dei particolari diritti attribuiti ai singoli soci, i patti parasociali richiedono invece di distinguere il loro effetto obbligatorio dalle regole dell'organizzazione societaria. L'art. 2341-bis c.c. va richiamato nel suo effettivo ambito, senza estenderlo indistintamente a ogni accordo relativo a una S.r.l.

Una clausola di veto protegge dall'approvazione di una scelta sgradita. Non assicura che venga adottata una scelta necessaria. Nelle infrastrutture questa differenza diventa costosa, durante uno stallo decisionale maturano interessi e possono continuare a decorrere i termini di consegna. Perciò il problema del *deadlock* merita disciplina già all'ingresso degli investitori, con procedure di *escalation*, eventuale ricorso a esperti e rimedi coerenti con il tipo di controversia. Un contrasto sulla qualità di un materiale può essere risolto tecnicamente, un disaccordo sul rendimento atteso o sull'uscita dall'investimento ha natura diversa.

La trasferibilità della partecipazione non offre sempre una soluzione immediata. Un diritto di vendita può richiedere un acquirente disposto a subentrare, mentre le clausole finanziarie e la concessione possono subordinare il cambiamento di controllo a condizioni o consensi. Il prezzo della partecipazione, inoltre, dipende proprio dalla capacità del progetto di proseguire. Nel momento in cui la relazione fra i soci si deteriora, esercitare l'uscita può risultare particolarmente oneroso. La durata del fondo e i tempi dell'opera vanno dunque considerati insieme, prima che la necessità di disinvestire si presenti come un'emergenza. Nei partenariati pubblici italiani alcuni di questi interessi trovano una disciplina espressa.

Normativa sui Partenariati Pubblici

L’art. 194 del d.lgs. n. 36 del 2023 prevede, per gli affidamenti sopra la soglia richiamata dalla norma, che il bando della concessione in finanza di progetto imponga all’aggiudicatario la costituzione di una società di scopo in forma di S.p.A. o S.r.l., anche consortile. Il bando ne indica il capitale minimo. Quando il concorrente è composto da più soggetti, l’offerta deve precisare la quota di ciascuno. La costituzione della società si inserisce dunque in una procedura nella quale la composizione dell’investimento assume rilievo già prima dell’aggiudicazione. Il successivo subentro nella concessione avviene secondo il meccanismo del comma 3, senza configurare una cessione del contratto e senza necessità di approvazione o autorizzazione amministrativa. Il rapporto con il concedente viene concentrato nella società. La stabilità di quel rapporto può così convivere con una pluralità di investitori e con l’affidamento di prestazioni operative a soggetti diversi. Il termine società di progetto, ancora corrente nella pratica, descrive bene questa funzione, l’espressione società di scopo è quella adottata dal codice vigente.

Il comma 2 è particolarmente vicino al rapporto fra fondo e costruttore, i lavori e i servizi affidati dalla società ai propri soci, originari o subentrati, si intendono eseguiti o prestati in proprio, purché tali soci possiedano i requisiti richiesti. Il legislatore prende quindi in considerazione la sovrapposizione fra posizione sociale e posizione operativa. La previsione consente di organizzare il progetto attraverso le capacità dei soci, ma lascia aperta la questione della correttezza delle condizioni economiche e del procedimento con cui sono approvate. L’ammissibilità dell’affidamento e la gestione di un interesse nell’operazione sono problemi che vanno esaminati entrambi.

La permanenza del socio qualificante risponde a una preoccupazione ancora diversa. Chi ha contribuito a formare i requisiti necessari alla qualificazione è vincolato a partecipare sino al collaudo secondo la disciplina dell’art. 194, per banche e altri investitori istituzionali che non abbiano concorso a quei requisiti la norma contempla una diversa possibilità di

ingresso e smobilizzo. Sullo sfondo vi è la necessità di conservare le capacità sulle quali si è fondata l'offerta. Una clausola di uscita del costruttore deve quindi essere letta anche rispetto a questa funzione, oltre che rispetto al rapporto con gli altri soci.

Il finanziamento pubblico introduce poi un limite ben determinato alla protezione patrimoniale. Se il concedente versa un prezzo in corso d'opera, i soci restano solidalmente responsabili con la società per l'eventuale rimborso del contributo percepito. La società può alternativamente prestare le garanzie bancarie e assicurative previste dalla disposizione, liberando in quel modo i soci rispetto a tale esposizione. La liberazione ha questo oggetto, non cancella una fideiussione distinta o un obbligo di sostegno assunto nel finanziamento. È un caso nel quale la qualità di socio, unita ai presupposti della norma speciale, produce una responsabilità che l'esame dei soli artt. 2325 o 2462 c.c. non farebbe emergere.

Queste regole riguardano il loro specifico ambito. Un investimento infrastrutturale privato può essere organizzato mediante una SPV senza diventare una concessione pubblica. Anche nei PPP, la distribuzione del rischio operativo, disciplinata in particolare dall'art. 177, non esaurisce la ripartizione dei rischi fra soci, banche e appaltatori. Il rischio assunto nei confronti dell'amministrazione deve poi trovare una collocazione nella documentazione del progetto. Se la concessionaria è tenuta a mantenere un certo livello di disponibilità dell'opera, deve procurarsi prestazioni di costruzione e manutenzione compatibili con quel risultato.

Allocazione dei Rischi e Contratti di Costruzione

Il contratto EPC, inteso qui come *engineering, procurement and construction*, serve a coordinare progettazione, approvvigionamento ed esecuzione. Nella pratica, la ricerca di un prezzo definito e di una data di completamento mira a rendere più prevedibile la fase in cui si sostiene la maggiore parte dei costi senza percepire ancora i ricavi operativi. La definizione dell'oggetto della prestazione resta però decisiva. Una somma apparentemente fissa può coesistere con numerose ipotesi di revisione, una data di consegna può essere prorogabile al verificarsi di eventi descritti in termini molto ampi.

Per il diritto italiano, l'art. 1655 c.c. offre il riferimento dell'appalto. Le norme sulla revisione del prezzo, sulla garanzia per difformità e vizi e sulla responsabilità per rovina e gravi difetti devono essere considerate insieme alla disciplina concretamente pattuita. Gli artt. 1664 e 1667-1669 non possono essere sostituiti da un'etichetta commerciale. Occorre verificare quali rischi il contratto abbia assunto e quali disposizioni continuino a governare il rapporto.

La società di progetto può negoziare penali per ritardo o per mancato raggiungimento delle prestazioni, un limite complessivo di responsabilità e garanzie del costruttore. Sono clausole che incidono sul valore economico della tutela. La penale evita di dover dimostrare il danno nei termini dell'art. 1382 c.c., ma si inserisce in un sistema che comprende la riduzione prevista dall'art. 1384. Un limite convenzionale incontra, fra gli altri, i vincoli dell'art. 1229. Il finanziatore deve poter comprendere se i rimedi della SPV copriranno effettivamente le conseguenze che un ritardo può produrre sul servizio del debito.

Le scadenze dei contratti, spesso, non coincidono. Il mancato completamento può rinviare il momento in cui maturano i ricavi mentre interessi e costi di struttura continuano a essere dovuti. Una penale potrà essere incassata dopo una contestazione, quando il fabbisogno di cassa è già sorto. Anche una pretesa pienamente fondata può allora avere un valore insufficiente per la continuità del progetto. Riserve di liquidità, termini di escussione delle garanzie e obblighi di finanziamento aggiuntivo acquistano rilievo proprio in questo intervallo.

Ne deriva una domanda che merita di precedere l'elenco delle clausole, il soggetto sul quale viene trasferito il rischio è in grado di sostenerlo? La solvibilità dell'appaltatore conta quanto il contenuto della sua promessa. Se il costruttore è anche garante e socio chiamato a versare capitale supplementare, il deterioramento della sua situazione può compromettere contemporaneamente più protezioni. L'operazione sembra distribuire i rischi fra rapporti diversi, ma li concentra economicamente sullo stesso patrimonio.

La guida EPEC del 2026 e i materiali della Banca mondiale sull'allocazione dei rischi sono utili per individuare questi problemi. La matrice iniziale permette di attribuire un evento a un soggetto, l'esame dei contratti deve poi chiarire franchigie, limiti, tempi e condizioni. L'assicurazione di un rischio specifico può essere appropriata, mentre l'imposizione al costruttore di eventi che non controlla può tradursi in un prezzo più alto o in una copertura piena di eccezioni. La distribuzione formalmente più estesa non è necessariamente quella che offre il miglior risultato al progetto.

Il finanziamento rende queste scelte verificabili. In una struttura *limited recourse*, l'estensione della rivalsa sugli sponsor dipende dagli impegni assunti e dai relativi presupposti. Possono esservi obblighi limitati alla costruzione, importi massimi di sostegno o condizioni legate al raggiungimento di determinate prestazioni. La cessazione di tali obblighi va coordinata con i test di completamento. Consegna materiale dell'opera, collaudo, avvio dei ricavi e conseguimento di un livello di funzionamento stabile possono verificarsi in momenti diversi. Un fondo può pertanto avere già versato il capitale iniziale ed essere ancora obbligato a effettuare ulteriori apporti.

La perdita massima non si ricava guardando soltanto al valore iscritto della partecipazione. Occorre leggere gli impegni non ancora eseguiti e distinguere l'obbligo giuridico da un'eventuale scelta successiva di sostenere il progetto. Il gestore potrebbe ritenere conveniente apportare nuove risorse per evitare una perdita maggiore o un danno alle relazioni commerciali. Questa possibilità economica non deve essere descritta come un debito già sorto. I finanziatori, da parte loro, cercano di controllare l'impiego delle disponibilità.

Struttura Finanziaria e Cash Waterfall

La distribuzione dei flussi, spesso chiamata *cash waterfall*, stabilisce le priorità previste dal contratto e le condizioni per il pagamento ai soci. Le riserve e gli indicatori finanziari possono impedire la distribuzione anche quando il progetto produce cassa. Il socio costruttore e il fondo possono reagire diversamente a questa situazione, uno ha già percepito parte della remunerazione attraverso i lavori, l'altro può dipendere prevalentemente dai rendimenti della partecipazione. La struttura dei pagamenti modifica così gli incentivi della relazione societaria.

Le garanzie reali e personali completano la documentazione. Una fideiussione espone il garante nei limiti del rapporto assunto, un pegno sulla partecipazione consente al creditore di rivolgersi a quel bene secondo la disciplina applicabile. Se l'oggetto della garanzia è l'azione della SPV, la sua escussione può incidere sul controllo della società e richiede coordinamento con i contratti del progetto. Gli artt. 1936, 2784 e seguenti e 2808 e seguenti c.c. forniscono riferimenti distinti, che non vanno riuniti sotto l'idea generica di una maggiore sicurezza.

Gli accordi diretti con i finanziatori possono prevedere obblighi di comunicazione, periodi per rimediare agli inadempimenti e condizioni per l'intervento o la sostituzione di soggetti del progetto. Il loro interesse sta nel preservare un'attività capace di generare flussi, quando l'immediata risoluzione dei contratti ne distruggerebbe il valore. Il capitolo sui diritti dei finanziatori della guida contrattuale della Banca mondiale illustra questa funzione. L'effettivo subentro resta tuttavia subordinato alle regole del contratto, ai requisiti richiesti e alla legge applicabile, la continuità non deriva dalla sola presenza di una banca nella struttura.

Per alcune operazioni il debito è raccolto mediante titoli. Nel diritto italiano l'art. 195 del codice dei contratti pubblici disciplina, nel proprio ambito, obbligazioni e titoli di debito delle società di scopo, con disposizioni specifiche rispetto al regime societario ordinario. Il confronto con gli artt. 2412 e 2483 c.c. serve a comprendere la specialità della disciplina. La possibilità di emettere titoli amplia le fonti di finanziamento, ma comporta anche l'esigenza di rendere leggibili a una pluralità di investitori una documentazione complessa e i relativi rischi.

Elazığ offre un esempio nel quale questo lavoro di strutturazione è visibile. Secondo la documentazione EBRD del 2016, ELZ Finance S.A., costituita in Lussemburgo, emise obbligazioni senior garantite per 288 milioni di euro e trasferì le risorse mediante finanziamento alla società sorella ELZ Sağlık Yatırım A.Ş. Quest'ultima era titolare della concessione ospedaliera di durata ventottennale. La struttura distingueva quindi l'emittente dal soggetto operativo. A supporto della tranche assistita intervenivano due linee subordinate di liquidità EBRD e una copertura MIGA del rischio politico. Il comunicato MIGA del dicembre 2016 collega tali protezioni alla capacità di attrarre investitori di lungo periodo e segnala anche una garanzia sull'investimento in *equity* di Meridiam.

Si tratta di coperture riferite a posizioni diverse nell'operazione. I documenti MIGA individuano rischi quali restrizioni ai trasferimenti, espropriazione e inadempimento contrattuale. La loro funzione deve essere ricostruita entro le condizioni della copertura, senza dedurne una garanzia indistinta sulla redditività dell'ospedale. Il caso consente una lettura più precisa della mitigazione. La costituzione dei veicoli organizza i rapporti, le linee di liquidità affrontano specifici fabbisogni, la copertura politica interviene su eventi identificati. Il merito di credito dell'emissione può beneficiare dell'insieme, mentre restano da valutare l'esecuzione dell'opera, il funzionamento dei servizi e i rischi esclusi. È il contenuto di ciascuna protezione a permettere il finanziamento, oltre alla distinta soggettività delle società coinvolte. Finché il progetto funziona, la distinzione fra patrimonio della SPV e patrimoni degli sponsor può apparire poco controversa.

Direzione e Coordinamento

La tensione aumenta quando la società deve sostenere un costo imprevisto e chi la dirige orienta le decisioni nell'interesse di altre componenti del gruppo. Un contratto svantaggioso, un pagamento anticipato o una rinuncia a una pretesa possono spostare valore senza modificare formalmente la struttura proprietaria. In questi casi l'esame si concentra sull'esercizio del potere. L'art. 2497 c.c. prevede la responsabilità di società o enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento e agendo nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui, violino i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, con i pregiudizi indicati dalla disposizione per soci e creditori. La direzione unitaria non è in sé vietata. La valutazione richiede la condotta, il danno e il collegamento fra i due, considera inoltre il risultato complessivo dell'attività e l'eventuale eliminazione del danno secondo la norma. La partecipazione di controllo può rilevare per la presunzione dell'art. 2497-sexies, che ammette prova contraria.

Per il fondo il passaggio è delicato perché la gestione delle partecipazioni è esercitata da un soggetto professionale. Nel caso deciso dal Tribunale di Milano il 9 gennaio 2018, n. 90, il problema dell'applicabilità della direzione e coordinamento alla SGR fu esaminato proprio in relazione al potere di gestione del fondo. Il commento di Francesco Pezone evidenzia che la responsabilità può essere riferita al gestore quando ne ricorrano i presupposti. La domanda risarcitoria venne però rigettata per difetto di prova della condotta illecita. Il precedente, ricostruito attraverso il commento e la scheda giurisprudenziale disponibili, mostra dunque la necessità dell'accertamento concreto.

Il punto incide anche sulla preparazione delle decisioni. Gli obblighi di pubblicità dell'art. 2497-bis e di motivazione dell'art. 2497-ter rendono riconoscibile la relazione di direzione e le ragioni delle decisioni influenzate da essa. Nel rapporto fra fondo, società intermedia e SPV, documentare l'interesse della società di progetto assume rilievo soprattutto quando una scelta favorisca anche altri investimenti del medesimo gestore. La disponibilità di

un piano economico finanziario non sostituisce la motivazione di una singola operazione che alteri sensibilmente il rapporto fra costi e benefici. Un piano può essere modificato. I creditori, però, hanno finanziato una certa struttura di rischi e di flussi.

Se vengono liberate garanzie o trasferite risorse a un'altra società, occorre verificare chi abbia consentito la decisione e quali presupposti la rendano compatibile con la situazione della SPV. L'analisi societaria e quella contrattuale possono allora convergere sul medesimo fatto, pur producendo conseguenze diverse. Un inadempimento verso la banca non dimostra automaticamente un abuso di direzione, l'assenza di un divieto espresso nel finanziamento non esclude, a sua volta, una violazione dei doveri gestori. La crisi solleva anche il problema dei finanziamenti dei soci. Il prestito è uno strumento frequente per organizzare l'apporto di risorse, ma il rimborso non ha sempre lo stesso rango di quello spettante a un finanziatore esterno.

Postergazione e Finanziamenti dei Soci

L'art. 2467 c.c. dispone la postergazione nelle condizioni di squilibrio o di ragionevolezza del conferimento descritte dalla norma. L'art. 2497-quinquies estende la disciplina ai finanziamenti effettuati nell'ambito della direzione e coordinamento nei rapporti che individua. La qualificazione del versamento deve quindi precedere l'aspettativa di recupero. Un finanziamento può essere contrattualmente subordinato fin dall'origine e, in presenza dei presupposti, soggetto anche a una postergazione legale. Il capitale di rischio e il credito del socio restano posizioni distinte, ma la seconda non consente sempre di concorrere con gli altri creditori nel modo atteso. Nessuna di queste regole trasforma il socio, per il solo fatto di essere finanziatore, in garante generale delle passività della società.

L'ordinanza della Cassazione n. 18599 dell'8 luglio 2025 affronta il caso di un finanziamento in una catena di controllo. La controversia riguardava un credito per il quale la ricorrente chiedeva un trattamento privilegiato, dopo avere sostenuto obbligazioni della società poi fallita verso una dipendente. La Corte ha ritenuto rilevante il rapporto mediato di controllo

e ha ricondotto alla postergazione il finanziamento discendente anche in presenza di una società interposta nella catena di controllo, nei presupposti della disciplina. L'inserimento di una società intermedia non basta, quindi, a rendere irrilevante la relazione di gruppo. Quando il problema diventa insolvenza, alla lettura degli accordi si aggiunge quella delle norme concorsuali.

Insolvenza e Continuità del Progetto

L'art. 164 del codice della crisi disciplina, fra l'altro, l'inefficacia di determinati rimborsi, le disposizioni sulle procedure di gruppo non autorizzano a considerare tutte le masse come un unico patrimonio liberamente utilizzabile. La continuità dell'infrastruttura richiede di distinguere la crisi della società concessionaria da quella del costruttore e da quella di un'altra società del gruppo. Possono interferire, ma non coincidono. La difficoltà del costruttore, ad esempio, può rendere necessario sostituirlo prima che la SPV sia insolvente. La sostituzione comporta la verifica della disponibilità di un nuovo operatore, dell'accesso alla documentazione tecnica, delle garanzie e dei costi residui. Un contratto che regoli soltanto il risarcimento finale può lasciare scoperta questa fase. Se invece la crisi riguarda la SPV, le possibilità di intervento dei finanziatori dovranno essere coordinate con la procedura applicabile e, nelle concessioni, con i requisiti del rapporto pubblico.

L'art. 2086, comma 2, c.c. e l'art. 3 del codice della crisi impongono di collocare la rilevazione tempestiva della difficoltà nella gestione ordinaria, l'art. 2486 c.c. riguarda i poteri e gli obblighi gestori al verificarsi di una causa di scioglimento. Sarebbe però riduttivo misurare l'utilità del veicolo soltanto nel momento dell'insolvenza. Durante la vita del progetto, la qualità delle informazioni determina se gli investitori riconosceranno per tempo una perdita di valore. Qui si incontra la parte più ambigua del discorso sugli effetti «sui conti».

Un esempio consente di fissare gli ordini di grandezza. Si ipotizzi un progetto finanziato con 20 milioni di capitale e 80 milioni di debito esterno. Il fondo versa 12 milioni, il costruttore 8, senza che per il momento si assumano ulteriori impegni. Se, in una

rappresentazione economica semplificata, il valore degli attivi diminuisce da 100 a 90 e il debito resta pari a 80, il valore residuo per i soci scende da 20 a 10. Una riduzione del 10% del valore complessivo ha dimezzato il residuo destinato all'*equity*. L'esempio non descrive una scrittura contabile e trascura costi, imposte e variazioni di valore del debito, serve a mostrare l'effetto della leva.

La responsabilità limitata consente, alle condizioni considerate, di circoscrivere l'esposizione del socio. Non attenua quella perdita percentuale sul capitale investito. La diversificazione del fondo può ridurre la concentrazione del portafoglio, ma dipende dalla relazione fra gli investimenti, progetti diversi possono essere esposti allo stesso costruttore, allo stesso mercato energetico o a un cambiamento regolatorio comune. Il numero delle società costituite non misura da solo la diversificazione economica.

Per leggere un bilancio bisogna poi scegliere il documento. Il bilancio individuale di una società sponsor, il suo consolidato e la documentazione contabile di un fondo comune rispondono a regole che devono essere individuate separatamente. Il fondo non coincide con la SGR e l'impiego professionale del termine fondo non prova che un investitore estero abbia la forma del fondo comune italiano. Il TUF e la regolamentazione della Banca d'Italia governano il relativo quadro nazionale, l'applicazione degli IFRS richiede di verificare il soggetto e il regime di riferimento. Per le società soggette alla disciplina nazionale del consolidato, il d.lgs. n. 127 del 1991 e l'OIC 17 definiscono obblighi, perimetro e metodi.

Impatto Contabile e Consolidamento

Il controllo conduce, nei presupposti applicabili, al consolidamento integrale, il decreto contempla inoltre il consolidamento proporzionale per imprese a controllo congiunto nelle condizioni dell'art. 37. È un assetto da tenere distinto da quello delle *joint venture* secondo gli IFRS. Nell'IFRS 10 il controllo richiede potere sulle attività rilevanti, esposizione o diritti a rendimenti variabili e capacità di utilizzare il potere per influire su quei rendimenti. Il test considera i diritti effettivi, non soltanto la quota posseduta. Un veto può proteggere l'investimento senza conferire il potere di dirigere l'attività, in altri casi la combinazione dei diritti modifica l'analisi. La valutazione richiede di capire quali decisioni incidano significativamente sui rendimenti e chi abbia la capacità attuale di assumerle.

L'esempio del progetto da 100 milioni può essere ripreso su questo piano. Se una società sponsor controlla la SPV e applica il consolidamento integrale, gli 80 milioni di debito esterno della partecipata entrano nel consolidato per intero, ferme le pertinenti rettifiche ed eliminazioni. Non se ne iscrive soltanto una percentuale corrispondente alla partecipazione. Le interessenze di terzi ricevono il trattamento previsto dal metodo. La rivalsa contrattuale del finanziatore può, intanto, rimanere limitata al progetto e agli impegni specificamente assunti. Quella passività rappresentata nel consolidato non rende automaticamente la capogruppo debitrice verso la banca. La distinzione è essenziale anche per leggere gli indicatori, un finanziatore della capogruppo può decidere contrattualmente come considerare il debito di progetto nei propri *covenant*. Le definizioni negoziali degli indici devono essere esaminate insieme al bilancio, perché non è scontato che ne riproducano senza adattamenti tutte le grandezze.

Quando le decisioni sulle attività rilevanti richiedono il consenso unanime delle parti che condividono il controllo, entra in considerazione l'IFRS 11. Occorre allora distinguere fra *joint operation*, nella quale le parti hanno diritti sulle attività e obblighi per le passività, e *joint venture*, nella quale hanno diritti sulle attività nette. Per quest'ultima è previsto il metodo del

patrimonio netto secondo lo IAS 28, salvo le eccezioni applicabili. La presenza di un veicolo societario è un elemento della valutazione, da leggere con gli accordi e gli altri fatti rilevanti. Nella *joint venture* valutata con il patrimonio netto, il debito della partecipata non viene riprodotto voce per voce nel bilancio dell'investitore. La perdita del progetto può nondimeno incidere sul valore della partecipazione, gli ulteriori strumenti e obblighi assunti richiedono la propria valutazione. Se si torna ai dati dell'esempio, la differenza di rappresentazione non restituisce ai soci il valore economico perso. Cambia il modo in cui il rapporto emerge nei conti, mentre il contratto stabilisce chi debba effettuare i pagamenti.

Per gli investitori professionali assume rilievo anche l'eccezione prevista dall'IFRS 10 per le entità d'investimento. La qualifica richiede il rispetto dei criteri del paragrafo 27, raccolta di fondi per fornire servizi di gestione degli investimenti, finalità di rendimento da apprezzamento del capitale o redditi da investimento, valutazione della performance di sostanzialmente tutti gli investimenti secondo il *fair value*. Le caratteristiche tipiche del paragrafo 28 orientano l'esame, ma il semplice uso della parola fondo non lo risolve. Quando l'eccezione si applica, determinate partecipazioni controllate sono valutate al *fair value* con effetto a conto economico anziché consolidate. Lo standard mantiene regole specifiche per alcune controllate che prestano servizi connessi all'attività d'investimento e per una controllante superiore che non sia essa stessa un'entità d'investimento. La ricostruzione deve perciò risalire lungo la catena societaria. Anche una valutazione al *fair value* può esporre sensibilmente il risultato dell'esercizio al deterioramento del progetto, l'assenza del debito voce per voce non impedisce che la perdita emerga.

L'articolazione dei poteri del gestore complica ulteriormente il controllo. L'IFRS 10 distingue il soggetto che esercita poteri per proprio conto da chi agisce come agente, sulla base di una valutazione complessiva dei diritti e degli interessi economici. L'IFRS Interpretations Committee, nel giugno 2026, ha affrontato l'analisi di un fondo con un unico investitore diverso dal gestore, chiarendo che la qualifica di agente del gestore non attribuisce

automaticamente all'investitore tutti i suoi diritti decisionali. Anche in una struttura proprietaria apparentemente semplice, occorre applicare il modello di controllo.

Una quota del 40%, come quella documentata per ciascuno dei due principali sponsor di Adana, non basta quindi a dimostrare un risultato contabile. In assenza dei patti e delle informazioni necessarie sul governo delle attività rilevanti, il caso prova la partecipazione comune e la struttura di finanziamento dichiarata. Attribuirgli una deconsolidazione accertata aggiungerebbe un fatto che le fonti pubbliche considerate non documentano.

L'informazione sulle esposizioni conserva rilievo anche quando non si consolida. L'IFRS 12 disciplina le informazioni sulle partecipazioni in altre entità e, per le fattispecie pertinenti, sulle entità strutturate non consolidate. Sono rilevanti le esposizioni e gli impegni di sostegno richiesti dallo standard. La nozione di *structured entity* ha una propria definizione, non ogni società chiamata SPV vi rientra automaticamente. L'analisi informativa completa quella del metodo contabile, permettendo al lettore di valutare rapporti che un singolo numero di bilancio non rende evidenti.

La distinzione diventa ancora più netta tornando, per un momento, alla cartolarizzazione. La cessione dei crediti solleva il problema della loro cancellazione dal bilancio del cedente. L'IFRS 9 richiede un'analisi del trasferimento che considera rischi, benefici e, nei casi previsti, controllo e coinvolgimento residuo. La vendita civilistica e la cancellazione contabile non possono essere trattate come sinonimi. L'eventuale consolidamento del veicolo richiede un'ulteriore verifica secondo IFRS 10. La cartolarizzazione sintetica rende ancora più evidente la possibilità di separare trasferimento degli attivi e trasferimento del rischio di credito. I crediti possono rimanere in capo all'*originator*, mentre garanzie o derivati trasferiscono determinate esposizioni. Gli eventuali benefici sul capitale regolamentare della banca dipendono poi da requisiti prudenziali propri. Usare queste operazioni come prova che qualsiasi SPV renda un investimento «fuori bilancio»

confonderebbe tre verifiche, quella sull'attività trasferita, quella sul controllo del veicolo e quella sui requisiti bancari.

Disinvestimento e Avvicendamento degli Investitori

La subordinazione delle tranche offre invece un confronto utile con la gerarchia dei pagamenti del *project finance*. Se una prima classe assorbe le perdite prima delle altre, protegge economicamente le posizioni superiori entro l'ammontare disponibile. Il rischio del portafoglio viene ripartito in modo diseguale fra investitori, e l'*originator* può conservarne una parte. Il regolamento UE 2017/2402 disciplina espressamente il mantenimento del rischio nell'ambito delle cartolarizzazioni cui si applica. La classe più protetta non consente di dedurre che l'intera operazione abbia perso la propria rischiosità.

Questa osservazione aiuta a leggere anche un finanziamento infrastrutturale. Un investitore senior può beneficiare di capitale subordinato e garanzie, il fondo che apporta *equity* si colloca in una posizione diversa. Per quest'ultimo la qualità del contratto di costruzione e delle decisioni della SPV rimane decisiva, anche quando il finanziamento sia stato strutturato con successo. La bancabilità e la convenienza per ciascun socio devono essere valutate rispetto alle rispettive posizioni.

Esiste infine una distinzione di bilancio che riguarda il concedente pubblico. Il trattamento statistico di un PPP nei conti delle amministrazioni segue il quadro ESA e le relative indicazioni Eurostat, al quale è dedicata una guida congiunta con EPEC. L'eventuale registrazione fuori dal perimetro pubblico non dimostra il trattamento nei conti degli sponsor privati. In un'operazione con contributi, garanzie e canoni pubblici, la stessa struttura viene esaminata da prospettive differenti. Confondere tali piani impedirebbe di capire chi continua a sostenere un'esposizione anche quando questa non appare nella grandezza contabile presa isolatamente.

Il momento in cui il fondo entra nell'investimento può cambiare il problema prima ancora di qualsiasi scelta contabile. Per un progetto da costruire, l'investitore deve stimare il

completamento e il successivo funzionamento su informazioni ancora in parte prospettiche. In un'opera già operativa può osservare ricavi, manutenzioni e qualità dei servizi. Restano rischi importanti, ma una fase è stata attraversata. L'acquisto di una partecipazione in una società esistente consente di entrare in quel diverso segmento della vita del progetto.

Il caso di Progeni, concessionaria di servizi non sanitari dell'ospedale Niguarda di Milano, documenta questa possibilità. Nel dicembre 2020 Dentons annunciò l'acquisizione del 75% della società da parte del fondo Core Infrastructure III SCS. La concessione risaliva al 2006 e aveva durata prevista sino al 2033, la costruzione era stata completata nel 2013. Fra i venditori figuravano operatori industriali e BPER Banca. Il fondo interveniva dunque dopo la fase di costruzione, in una società nella quale i rapporti del progetto erano già organizzati.

Il provvedimento AGCM del 20 ottobre 2020 aggiunge un dato societario. I venditori avrebbero mantenuto una partecipazione residua, il documento individua, fra gli altri, CMB e Gemmo e descrive l'attribuzione al gruppo acquirente di un veto su decisioni strategiche. L'Autorità qualifica l'esito come acquisizione di controllo esclusivo negativo. È una valutazione ai fini della disciplina delle concentrazioni, che non sostituisce l'analisi contabile, consente però di osservare, su una fonte istituzionale, come ingresso del capitale finanziario e permanenza degli operatori industriali possano essere accompagnati da una precisa redistribuzione dei poteri. La permanenza di una quota industriale non implica che i venditori conservino la stessa influenza esercitata prima della cessione. D'altra parte, l'acquisto della maggioranza economica non descrive da solo tutti i rapporti operativi.

Un costruttore può avere completato la propria prestazione principale e un fornitore di servizi continuare a operare per molti anni. Il gestore del fondo deve valutare tanto il prezzo della partecipazione quanto le condizioni di quei contratti, che determinano i margini futuri della società acquistata. Nel disinvestimento la stabilità del veicolo ha un'utilità immediata. Può circolare la partecipazione mentre la società resta titolare dei rapporti, fermo l'esame delle clausole sul cambiamento di controllo e dei vincoli legali. La documentazione di una cessione

deve perciò considerare consensi, dichiarazioni e garanzie sui fatti del progetto, obblighi ancora pendenti e pretese relative alla costruzione.

Il nuovo investitore non acquista soltanto una percentuale dei rendimenti previsti, entra in un'organizzazione che conserva la propria storia contrattuale. Questa continuità può rendere conveniente il passaggio fra investitori con orizzonti diversi. Chi ha sostenuto lo sviluppo e la costruzione può realizzare una parte del valore maturato, chi cerca ricavi operativi di lungo periodo può subentrare quando dispone di informazioni più consolidate. Non è necessario che lo stesso fondo segua ogni fase. La società dedicata consente di mantenere identificabile il progetto durante l'avvicendamento, purché il trasferimento sia compatibile con gli obblighi che ne assicurano il funzionamento.

Anche in questa fase la protezione dipende da dettagli poco visibili nell'organigramma. Il prezzo di acquisto può presupporre che una determinata pretesa verso l'appaltatore sia ancora azionabile. Una rinuncia intervenuta prima della cessione ne modifica il valore. La presenza di una garanzia non risolve il problema se la sua durata è prossima alla scadenza o se il beneficiario non coincide con il soggetto che dovrà farla valere.

Conclusioni

Valutare una partecipazione infrastrutturale significa quindi leggere insieme la situazione della società e i rapporti che continuano a produrre effetti dopo il trasferimento. La SPV acquista qui il suo significato più concreto. Permette a soggetti con competenze e tempi differenti di impegnarsi in un'opera comune, di finanziare un insieme riconoscibile di rapporti e, quando le condizioni lo consentono, di trasferire l'investimento. La limitazione della responsabilità contribuisce a renderlo possibile. La misura della protezione si trova però nei singoli obblighi, nel capitale ancora da versare, nel rimedio per un ritardo, nella garanzia che scade, nella decisione che richiede il consenso di un altro socio.

Per un fondo che investa accanto a un costruttore, la domanda decisiva emerge spesso proprio nel momento meno ordinato del progetto, quando il costo aumenta e il cantiere deve proseguire. A quel punto servirà sapere chi possa decidere, chi debba pagare e quali risorse siano effettivamente disponibili. È su quella risposta che si misura il lavoro svolto prima della costituzione della società e durante la negoziazione dei suoi contratti.

Bibliografia

1. Willkie advises Meridiam and Rönesans as the Main Sponsors of the First Healthcare Public Private Partnership in Turkey
2. Why study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance
3. The essential role of organization from the Yale Law Journal
4. World Bank – Risk allocation in public private partnership
5. Comunicato MIGA, MIGA and France
6. Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia
7. IFRS 10 Consolidated Financial Statements