

## "Decreto crescita" – ulteriori incentivi e opportunità per i Project Bonds in Italia

Il Consiglio dei Ministri del 15 giugno 2012 ha approvato un pacchetto contenente un insieme di misure urgenti e strutturali che realizzano una parte ulteriore della c.d. "Agenda per la Crescita sostenibile" (il "**Provvedimento**").

In effetti, il Provvedimento punta ad attivare molteplici leve necessarie per stimolare il rafforzamento della competitività, la ripresa della domanda, lo stimolo al dinamismo imprenditoriale. Tra le misure adottate, rivestono particolare rilevanza quelle volte (i) ad agevolare l'accesso al mercato dei capitali per le società non quotate, (ad es. introducendo i ccdd "*mini bonds*") e (ii) ad accelerare gli investimenti in infrastrutture in generale ed in obbligazioni di progetto, i ccdd. "project bonds".

Questo briefing si occupa unicamente di quest'ultime misure mentre si rinvia all'ulteriore briefing specifico sulle misure del primo tipo.

Preliminarmente va segnalato, per mero scrupolo di chiarezza, che i Project Bonds italiani – oggetto della presente nota - costituiscono una fattispecie distinta (ma non per questo incompatibile, anzi) dai ccdd "*Project Bonds*" europei, i quali sono attualmente in corso di definizione e lancio nell'ambito della c.d. "*Project Bond Initiative*". Questi ultimi, che pur rispondono ad un'analoga (se non identica) esigenza europea di prevedere lo sviluppo di forme di finanziamento delle infrastrutture pubbliche finalizzate ad attrarre capitale privato al fine di soddisfare il fabbisogno finanziario per gli investimenti in infrastrutture europee previste dalla c.d. "*Europe 2020 Strategy*" (attualmente stimati intorno a circa 1,5-2 mila miliardi di Euro) sono in realtà meccanismi di garanzia e di "*credit enhancement*" forniti dalla BEI (con un meccanismo di condivisione del rischio insieme alla Commissione UE) rispetto ad obbligazioni emesse da società di progetto che realizzano infrastrutture nel settore energetico, delle telecomunicazioni e dei trasporti nell'ambito della c.d. "*Connecting Europe Facility*". Si precisa che il testo definitivo del Provvedimento non è stato ancora oggetto di approvazione e che per tanto lo stesso è suscettibile di eventuali modifiche anche in sede di conversione del relativo Decreto Legge.

### I nostri contatti:

**Giuseppe De Palma**

Banking & Finance Partner  
giuseppe.depalma@cliffordchance.com

**Franco Grilli Cicilioni**

Capital Markets Partner  
franco.grilli@cliffordchance.com

**Carlo Galli**

Tax Partner  
carlo.galli@cliffordChance.com

**Massimiliano Bianchi**

Capital Markets Senior Associate  
massimiliano.bianchi@cliffordchance.com

Sulla scia di quanto già introdotto e previsto dal c.d. "Decreto Salva Italia" (i.e. decreto legge del 6 dicembre 2011, n. 201) (il "DL 201/2012") prima e dal "Decreto Liberalizzazioni" (i.e. decreto legge del 24 gennaio 2012, n.1) (il "DL. 1/2012", e unitamente al DL 201/2011, i "Decreti Monti") poi, anche le misure introdotte dal Provvedimento nel campo delle infrastrutture si pongono espressamente quale obiettivo principale quello di recuperare il ritardo infrastrutturale accumulato dal Paese, stimolando l'attrazione di capitali privati negli investimenti in infrastrutture nonché accelerando e semplificando le relative procedure.

In particolare, il Provvedimento, da un lato modifica il regime fiscale applicabile alle obbligazioni ed agli altri titoli di debito emessi da parte delle società di progetto (i "Project Bonds") ai sensi dell'art. 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163 (il c.d. "Codice Appalti") nonché alle relative garanzie, e, dall'altro, consente di emettere Project Bonds anche al fine di consentire operazioni di rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione delle infrastrutture da parte dei concessionari già operativi.

## I Project Bonds in generale

Il governo Monti mediante i Decreti Monti poi aveva già introdotto importanti modifiche al Codice degli Appalti riformando in profondità l'art. 157 dello stesso al fine di dare un impulso agli investimenti privati in infrastrutture .

In particolare, i Decreti Monti avevano già introdotto le seguenti importanti novità:

### i. l'ampliamento dell'ambito soggettivo degli emittenti

L'art. 157 del Codice Appalti, nella sua formulazione precedente, prevedeva tra le società emittenti dei Project Bonds unicamente le società di cui all'art. 156 dello stesso Codice Appalti (e quindi le società – per azioni o a responsabilità limitata – aggiudicatrici di una concessione per la realizzazione e/o la gestione di un'infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità) e le società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato (PPP) ai sensi dell'art. 3, comma 15-ter del Codice Appalti.

I Decreti Monti hanno previsto la possibilità di emettere Project Bonds anche per (i) le società titolari di autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture di trasporto di gas, (ii) le società titolari di concessioni di stoccaggio e (iii) le società titolari di autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture facenti parte del Piano di sviluppo della rete di trasmissione nazionale di dell'energia elettrica.

### ii. l'eliminazione dei limiti codicistici all'emissione di Project Bonds

I Decreti Monti, oltre ad eliminare l'obbligo di concessione di ipoteche a garanzia dei Project Bonds che era contenuto nella vecchia normativa, hanno inoltre previsto la disapplicazione ai Project Bonds dei limiti all'emissione di obbligazioni di cui all'art. 2412 c.c. nonché di altre previsioni normative previste dal codice civile con riferimento alle emissioni obbligazionarie da parte di società per azioni (ad. es in tema di assemblea degli obbligazionisti, rappresentante comune, ecc. )

### iii. l'investimento in Project Bonds da parte delle imprese di assicurazione

E' stato previsto che le imprese autorizzate all'esercizio delle assicurazioni private possano utilizzare a copertura delle riserve tecniche, attivi costituiti, tra l'altro, da Project Bonds emessi da società esercenti la realizzazione e la gestione delle infrastrutture stradali, ferroviarie, portuali, aeroportuali, ospedaliere, delle telecomunicazioni e della produzione di trasporto di energia e di fonti energetiche. Tale utilizzo dovrà avvenire entro certi limiti e secondo modalità e condizioni che dovranno essere stabilite con regolamento dall'ISVAP (il quale ha lanciato in data 17 maggio 2012 una consultazione pubblica, conclusasi in data 16 giugno 2012).

### iv. le garanzie ai Project Bonds

E' stato espressamente previsto che i Project Bonds, sino all'avvio della gestione dell'infrastruttura da parte del concessionario possano essere garantiti dal sistema finanziario, da fondazioni e da fondi privati, secondo le modalità definite con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministro delle infrastrutture e dei trasporti (ad oggi tale decreto non è ancora stato emanato) (le "Garanzie").

Tuttavia, nonostante l'importanza ed ampiezza delle modifiche introdotte i Decreti Monti, il Governo non erano ancora intervenuto su un punto di fondamentale importanza per il buon successo del rilancio dei Project Bonds:

il regime fiscale ad esso applicabile. Con il Provvedimento in esame, il Governo ha dunque voluto affrontare espressamente tale aspetto, introducendo una fondamentale novità.

## Nuovo regime fiscale applicabile ai Project Bonds ed alle Garanzie

Il Provvedimento prevede le seguenti agevolazioni:

- la tassazione alla fonte sugli interessi percepiti dal sottoscrittore è equiparata a quella attualmente prevista per i titoli di Stato; pertanto gli interessi percepiti da soggetti investitori residenti in Italia saranno soggetti ad una imposta sostitutiva del 12,50%, mentre gli interessi percepiti da investitori residenti in paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia sono esenti da imposta<sup>1</sup>;
- la remunerazione è deducibile in capo all'emittente senza l'applicazione delle disposizioni che limitavano la deducibilità degli interessi derivanti da obbligazioni emesse da società non quotate (anch'essi in fase di modifica); pertanto, gli interessi pagati dal concessionario sui project bond saranno deducibili alla stregua di interessi pagati sui finanziamenti bancari (vale a dire nei limiti del 30% dell'EBITDA risultante dall'ultimo bilancio approvato);
- le garanzie di qualunque tipo, da chiunque, e in qualunque momento prestate in relazione alle obbligazioni sono soggette alle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa (Euro 168), in luogo della ordinaria fiscalità indiretta gravante sulle garanzie; tale regime favorevole si estende anche ad operazioni come surroghe, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni da effettuare nell'ambito dell'infrastruttura finanziata con i Project Bonds.

## Operazione di Rifinanziamento

Il Provvedimento introduce anche un'interessante ed ulteriore novità. In particolare si prevede che l'emissione di Project Bonds possa essere anche finalizzata a rifinanziare precedenti debiti antecedentemente alla relativa scadenza, consentendo pertanto di collocare tali strumenti sul mercato anche prima che l'opera sia completata ed entrata in esercizio.

## Conclusioni

Ancorché, con riferimento ai Project bonds italiani, nell'attuale impianto normativo permangono ancora alcuni nodi e dubbi importanti che dovranno essere affrontati nel breve periodo (ad es., per citarne solo alcuni, in tema di Garanzie, di compatibilità con la proposta di direttiva "Solvency II", della costituzione di strumenti per la segregazione dei patrimoni (c.d. *ring fencing*), di gestione di eventuali *defaults* dell'emittente, nonché di monitoraggio dei crediti), riteniamo che le modifiche introdotte dal Provvedimento – soprattutto rendendo di fatto i Project Bond appetibili per gli investitori italiani o esteri - costituiscano senz'altro una risposta positiva alle esigenze del mercato ed un importante passo avanti verso il buon successo delle iniziative che erano già state avviate con vigore e determinazione dal Governo con i precedenti Decreti Monti.

---

Questo Briefing ha il solo scopo di fornire informazioni generali e non costituisce un parere legale

Clifford Chance Studio Legale Associato, Piazzetta M.Bossi, 3, 20121 Milano  
© Clifford Chance Studio Legale Associato 2012

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

---

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh\* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

\*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.

---

<sup>1</sup> I Project Bonds possono essere sottoscritti unicamente da investitori qualificati, come definiti ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1 lett b) del Regolamento CONSOB 11971/98, come modificato.