

e attività fiduciarie **Trusts**

11

Quaderni

Direttore scientifico: Maurizio Lupoi

Moderni sviluppi dei Trust

***Atti del V Congresso Nazionale
dell'Associazione "Il trust in Italia"
Sestri Levante 2011***



IPSOA

Gruppo Wolters Kluwer

CAPITOLO I

TRUST E PROJECT FINANCE

(a cura di Stefano Marchese)

PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO E FINANZA DI PROGETTO

Con il termine “finanza di progetto” o “*project finance*” (PF) si suole indicare, in generale, quel concetto di origine anglosassone caratterizzato dalla copertura finanziaria di importanti investimenti sulla base di un progetto, in considerazione della sua validità, della sua gestione e della sua capacità di generare reddito per un certo periodo di tempo¹.

In particolare, si indica con PF un finanziamento di una specifica unità economica in cui il finanziatore considera il flusso di cassa e gli utili di progetto come garanzia per il rimborso del debito e le attività dell'unità economica come garanzia collaterale. In tale prospettiva, il progetto viene valutato dai finanziatori principalmente per la sua capacità di generare flussi di cassa, i quali costituiscono la fonte primaria per il rimborso del debito e la remunerazione del capitale di rischio.

Sotto il profilo finanziario, la gestione dell'opera è importante quanto la costruzione, perché solo una gestione efficace ed efficiente consente di generare i suddetti flussi di cassa. Tipicamente, nel PF, le principali garanzie per i finanziatori sono di natura contrattuale e non reale.

Così delineato lo schema entro il quale il PF opera, appare immediata la constatazione che il montaggio di una operazione di PF è frutto di una complessa gestione negoziale tra i diversi soggetti (azionisti, banche, controparti commerciali, amministrazione pubblica) con durata variabile e funzionale alla ripartizione dei rischi tra i partecipanti.

L'interesse attuale per il PF deriva da una molteplicità di fattori. In primo luogo, la limitata capacità di indebitamento del settore pubblico, correlata ai limiti imposti dal Patto di Stabilità, richiede l'attivazione di nuove modalità di finanziamento. In questa prospettiva, lo strumento intende fornire fonti di debito a società di

¹ In materia di *project finance* la letteratura è sterminata. Ci limitiamo in questa sede a ricordare i lavori di Vacca, Solustri, *Il project financing per le opere pubbliche*, Milano, 2003; Nuzzi, *Il Project financing in Italia: esperienze e prospettive*, in *Dir. comm. inter.*, 1998, 695 segg.; Rabitti, *Project finance e collegamento contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 1996, 224 segg.

Nella letteratura anglosassone il manuale più accreditato è quello di Nevitt, Fabozzi, *Project Financing*, 7a ed., Londra, 2000.

Le origini del PF si fanno risalire al XII secolo, quando la corona inglese negoziò con i banchieri escobaldi un mutuo finalizzato allo sfruttamento delle miniere d'argento del Devon, con la garanzia costituita a favore del banchiere del diritto di soddisfare il proprio credito estraendo materiale di argento dalle miniere per un anno. Sul punto cfr. Tita, *Trust e project financing*, in *Trust*, a cura di Monegat, Spore e Valas, vol. II, Torino, 2008, 153 segg. e spec. 155.

progetto controllate da imprese private per finanziare opere pubbliche soggette all'applicazione di tariffe per il loro utilizzo².

Si può dunque affermare che il PF è un tipico strumento del "partenariato pubblico-privato" (PPP). Con tale espressione si intende ogni forma di cooperazione tra pubblico e privato in cui le rispettive competenze e risorse si integrano per realizzare e gestire opere infrastrutturali in funzione delle diverse responsabilità ed obiettivi. La finanza di progetto è un finanziamento strutturato che può essere utilizzato per finanziare progetti infrastrutturali, diretto a:

- (i) società pubbliche di scopo: modello pubblico (es.: ponte di Messina);
- (ii) società private o pubblico-private di scopo costituite in una operazione di PPP: modello di PPP istituzionale (società mista) o contrattuale (società privata);
- (iii) società private di scopo: modello privato (es.: fotovoltaico).

Si ricorre al PPP in tutti i casi in cui una pubblica amministrazione intenda affidare ad un operatore privato l'attuazione di un progetto per la realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità e per la gestione dei relativi servizi. Nella PPP coesistono tutti o alcuni dei seguenti elementi: la progettazione (*design*), il finanziamento (*finance*), la costruzione o rinnovamento (*build*), la gestione (*operate*), la manutenzione (*maintenance*).

Il partenariato pubblico-privato si distingue, a seconda delle modalità per la sua attuazione, in PPP contrattuale e PPP istituzionalizzato. Il primo riguarda, tipicamente, la concessione di lavori, la concessione di servizi, le operazioni di sponsorizzazione, la locazione finanziaria, la promozione di opere di urbanizzazione o di insediamenti turistici, la concessione di immobili per la valorizzazione economica. Il secondo si concretizza nella costituzione di S.p.a. miste a prevalente capitale pubblico, oppure a prevalente capitale privato.

Le opere che possono formare oggetto di PF si distinguono, sotto il profilo economico, in:

- (i) “opere calde”: progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza; i ricavi commerciali consentono al settore privato un integrale recupero dei costi d’investimento nell’arco della vita della concessione; il coinvolgimento del settore pubblico è limitato ad identificare le condizioni necessarie per consentire la realizzazione del progetto (c.d. intervento “normativo” in senso lato);
- (ii) “opere tiepide”: progetti che richiedono una componente di contribuzione pubblica; iniziative in cui i ricavi commerciali da utenza sono insufficienti a realizzare adeguati ritorni economici, ma la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali indotti dalla infrastruttura. Tali esternalità giustificano l’erogazione di una componente di contribuzione pubblica;

² Vi sono casi in cui le tariffe sono correlate alla “offerta di disponibilità” dell’infrastruttura al soggetto pubblico utilizzatore.

- (iii) "opere fredde": progetti di servizi alla pubblica amministrazione per i quali il soggetto privato è in concorrenza esclusiva o privilegiata con l'amministrazione su base

Il PF presenta diversi vantaggi per l'amministrazione, la razionalizzazione dei costi, la gestione degli investimenti, l'ottimizzazione della gestione del rischio, l'investimento attraverso i fondi comuni, la riduzione dei rischi e dei benefici, la gestione del progetto, un maggiore coinvolgimento dei partner, un maggior legame tra investitori e gestori.

Esistono tuttavia anche di-
to di identificazione e di valu-
dell'iniziativa, i maggiori cos-
struttura al termine del process-

2. LA REGOLAMENTAZIONE

Il PF, quindi, non è un is
nomico-finanziario. Esso ha t
Merloni dell'11 febbraio 1994
appalti, agli artt. da 153 a 160.

Lo strumento del PF, sotto le concessioni di costruzione e gli appalti per opere strategiche con

La normativa nazionale all'imprenditoria privata di all'amministrazione pubblica p

Il settore pubblico è responsabile (Piano triennale) ed esercita i poteri contrattuali (la Convenzione), nei limiti di legge.

La Convenzione deve porsi in relazione alle modalità di finanziamento. In questo caso, il riguardo è importante, sia per i finanziatori che per i sottoscrittori. Volgersi a banche in grado di sostenere la spesa per giungere al *closing* finanziario.

³ Stante la necessaria "impalcatura"

⁴ Introdotti dalla legge n. 415/1998 (art. 1, comma 1, lett. *quater*) e dalla legge comunitaria 2004

(iii) "opere fredde": progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione; iniziative (carceri, ospedali, scuole) per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce trae la propria remunerazione esclusivamente o prevalentemente da pagamenti effettuati dalla pubblica amministrazione su base commerciale.

Il PF presenta diversi vantaggi, quali il limitato utilizzo di risorse finanziarie dell'amministrazione, la razionalizzazione del processo di identificazione degli investimenti, una maggiore certezza sui costi e sui tempi dell'investimento, l'ottimizzazione della gestione delle attività necessarie alla realizzazione dell'investimento attraverso il coinvolgimento di soggetti specializzati, la ripartizione dei rischi e dei benefici secondo le possibilità e le esigenze dei partecipanti al progetto, un maggiore coinvolgimento dei finanziatori al successo dell'iniziativa ed un maggior legame tra investimenti e risorse finanziarie impiegati.

Esistono tuttavia anche diversi svantaggi, quali la complessità del procedimento di identificazione e di valutazione dei rischi, l'allungamento dei tempi di avvio dell'iniziativa, i maggiori costi di strutturazione dell'operazione³, la rigidità della struttura al termine del processo negoziale.

2. LA REGOLAMENTAZIONE GIURIDICA DEL PROJECT FINANCE

Il PF, quindi, non è un istituto giuridico ma, essenzialmente, un concetto economico-finanziario. Esso ha trovato la sua regolamentazione giuridica nella legge Merloni dell'11 febbraio 1994, n. 109 (artt. 37 *bis* segg.)⁴ e, oggi, nel Codice degli appalti, agli artt. da 153 a 160.

Lo strumento del PF, sotto il profilo giuridico, è associato all'affidamento di concessioni di costruzione e gestione, ma può trovare applicazione anche negli appalti per opere strategiche con ricorso al *General Contractor*.

La normativa nazionale si è notevolmente sviluppata e consente all'imprenditoria privata di proporsi, attraverso diverse modalità operative, all'amministrazione pubblica per l'affidamento di nuove concessioni.

Il settore pubblico è responsabile della programmazione delle opere da realizzare (Piano triennale) ed esercita il controllo sul progetto attraverso uno strumento contrattuale (la Convenzione), oltre ad intervenire in qualità di co-finanziatore, nei limiti di legge.

La Convenzione deve possedere specifici requisiti di "bancabilità", soprattutto in relazione alle modalità di finanziamento in regime di finanza di progetto. A tale riguardo è importante, sia per le imprese sia per le amministrazioni pubbliche, rivolgersi a banche in grado di strutturare contratti che consentano in tempi brevi di giungere al *closing* finanziario.

³ Stante la necessaria "impalcatura" giuridico-contrattuale, che è significativa.

⁴ Introdotti dalla legge n. 415/1998 (Merloni *ter*) e modificati dalla legge n. 166/2002 (Merloni *quater*) e dalla legge comunitaria 2004.

La procedura più utilizzata è quella che consente ai privati di proporsi per la realizzazione e gestione di un'opera pubblica, in regime di concessione di costruzione e gestione, con risorse "totalmente o parzialmente a carico dei promotori stessi".

La P.A. può, inoltre, affidare concessioni di costruzione e gestione direttamente, sulla base di un progetto da essa stessa elaborato.

3. I FINANZIAMENTI E LE GARANZIE NEL PROJECT FINANCE

Il finanziamento di un'iniziativa di PF avviene con un appropriato *mix* di capitale di debito, di capitale proprio e di contributi pubblici, tutti destinati alla società veicolo che realizza il progetto.

Quanto al primo, può trattarsi di finanziamenti *senior*, finanziamenti *stand-by*, finanziamenti "ponte", finanziamenti IVA, finanziamenti al capitale circolante (*Working capital facility*), obbligazioni, nonché finanziamenti erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti o dalla BEI.

I finanziamenti di capitale proprio possono avvenire, oltre che mediante la sottoscrizione e il successivo versamento del capitale sociale e degli eventuali versamenti in conto capitale da parte degli azionisti, mediante prestiti subordinati, operazioni di *mezzanine finance* o ancora con l'intervento di fondi specializzati (*Infrastructure Equity Fund*).

La contribuzione pubblica può assumere diverse forme. Innanzitutto vanno menzionati i contributi finanziari, quali i contributi in conto investimenti, il valore di subentro, i canoni (di disponibilità, di servizi, di integrazione dei ricavi), i contributi in conto gestione, le integrazioni tariffarie, le tariffe ombra. La contribuzione pubblica può avvenire anche in natura, mediante il trasferimento della proprietà di immobili o di diritti reali di godimento sugli stessi, nonché mediante la concessione di aree pubbliche.

L'intervento pubblico può, infine, avvenire mediante altre forme, quali una durata particolarmente lunga della concessione o la messa a disposizione di strumenti di garanzia.

La necessità di un intervento pubblico dipende dalla capacità di tariffazione sull'utenza della società veicolo di PF. Vi sono casi in cui la tariffa è sufficiente a garantire l'equilibrio economico-finanziario del progetto (es.: termovalorizzatori, cimiteri, energie rinnovabili, autostrade a pedaggio), nel qual caso non è necessario alcun contributo pubblico. In altri casi la tariffa non è sufficiente a garantire l'equilibrio economico-finanziario del progetto (es.: parcheggi, impianti sportivi, tunnel, funicolari, strutture ricettive, acquedotti, depuratori, autostrade a pedaggio, asili nido, centri diurni per anziani, case di riposo) e quindi l'autorità pubblica interviene per assicurare detto equilibrio mediante l'integrazione dei ricavi, l'erogazione di contributi finanziari, la cessione di immobili, il trasferimento di diritti reali, il valore di subentro.

Infine, vi sono opere a tariffazione sulla pubblica amministrazione (es.: ospedali, edifici pubblici, scuole, carceri, *energy saving*); in tal caso, la copertura eco-

⁵ Es.
⁶ In
durante l'
ai rischi
⁷ Si
tariffe, la
ni, munic
⁸ Lo
un'idea pr
tecniche e
⁹ L'e
investimen

nomico-finanziaria avviene mediante l'erogazione di un canone di disponibilità o di servizi, di tariffe ombra, di un contributo finanziario, o ancora di un trasferimento di diritti reali.

Spesso i suddetti interventi pubblici sono erogati in forma mista, prevedendosi più di una forma di contributo.

La complessiva gestione dei rischi del progetto e degli accordi contrattuali definisce il "security package". Il *security package* costituisce l'elemento principale che deve garantire alle banche il recupero dei capitali prestati disponibili alla società veicolo. A tale proposito, l'individuazione dello specifico *security package* di progetto costituisce l'aspetto più complesso di qualsiasi operazione di finanza di progetto.

La definizione di un efficace *security package* non può prescindere dalla previa definizione di una "matrice dei rischi". Essi consistono in rischi di realizzazione⁵, rischi attinenti i volumi e la qualità del servizio⁶ e rischi afferenti la certezza dei ricavi⁷.

La programmazione di una operazione di PF consta quindi, necessariamente, di una pluralità di analisi, formalizzate in specifici documenti. A tale riguardo si ricordano lo studio di fattibilità⁸, l'analisi costi-benefici⁹, l'analisi di fattibilità finanziaria.

⁵ Extra costi, ritardo, *performance* contrattuale e minima.

⁶ In fase di avvio dell'opera si tratta di rischi di extra costi, di ritardo, di abbandono dell'opera; durante l'operatività della società veicolo i rischi attengono alla *performance* di gestione, all'inflazione, ai rischi di fornitura e di mercato, ai rischi di variazione normativa, ai rischi di forza maggiore.

⁷ Si tratta dei rischi afferenti la domanda (*take or pay, delivery or pay*), la congruità del livello di tariffe, la certezza del flusso dei pagamenti, la solidità finanziaria delle controparti commerciali (comuni, municipalizzate, consorzi, gestore integrato, utenza, ecc.).

⁸ Lo studio di fattibilità di un progetto di investimento ha come obiettivo quello di trasformare un'idea progettuale in concrete proposte di investimento, basate sulla valutazione degli strumenti, delle tecniche e delle risorse necessarie a realizzare un progetto specifico.

⁹ L'analisi costi-benefici è una tecnica usata per valutare la convenienza o meno di eseguire un investimento sul territorio in funzione degli obiettivi che si vogliono raggiungere.

ria¹⁰, il PPP test¹¹, la valutazione di congruità del contributo pubblico¹², il *project risk management*¹³, il *Value for Money*¹⁴, il *Public Sector Comparator*¹⁵.

Tipicamente, nel PF le garanzie sono del tipo "non-recourse", in cui è esclusa la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti¹⁶, o "limited recourse", in cui la rivalsa nei confronti degli azionisti è limitata nel tempo, nell'ammontare, nella qualità. Ove si sia in presenza di garanzie "full recourse", in virtù delle quali i finanziatori possono agire senza limiti nei confronti degli azionisti, come nel caso di finanziamenti erogati alla società veicolo garantiti con fidejussione degli azionisti di questa, non siamo più nell'ambito del PF ma in quello della finanza "tradizionale".

Nel PF, dunque, le garanzie per i finanziatori consistono tipicamente nel pegno su azioni o quote della società veicolo, nell'ipoteca sugli immobili, nella cessione dei crediti generati dall'attività caratteristica della società veicolo, nel pegno sui conti correnti.

In questo ambito, il trust può giocare un ruolo di fondamentale importanza.

4. L'IMPIEGO DEL TRUST

Nell'ambito della finanza di progetto, il trust può assumere particolare interesse, in quanto consente di ovviare ad una molteplicità di problematiche proprie del PF, non soltanto a scopo di garanzia dei finanziatori del progetto¹⁷.

¹⁰ L'analisi di fattibilità finanziaria di una infrastruttura utilizza le metodologie dell'analisi finanziaria per esprimere un giudizio sull'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione di un progetto infrastrutturale, tenendo in considerazione anche le sue diverse modalità di finanziamento.

¹¹ Esso consiste in un insieme di analisi volte ad individuare la possibilità e il vantaggio per la P.A. di realizzare una infrastruttura con schemi di PPP.

¹² La valutazione di congruità del contributo pubblico è un processo valutativo mediante il quale si determina la quantità ottimale di contribuzione pubblica da garantire in un progetto di investimento infrastrutturale al fine di garantire l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione in una operazione di PPP finanziata mediante PF.

¹³ Il *Project Risk Management* si sviluppa lungo tutto l'arco di vita del progetto e si articola in quattro fasi sequenziali: (a) *risk identification*; (b) *risk assessment*; (c) *risk management* e (d) monitoraggio e revisione del *risk management*.

¹⁴ Il *Value for Money* indica la combinazione ottimale dei costi complessivi di progetto e della qualità dei servizi erogati in coerenza con le necessità degli utilizzatori, ovvero l'ottenimento degli obiettivi perseguiti mediante un adeguato sfruttamento delle risorse disponibili.

¹⁵ Il *Public Sector Comparator* è una delle metodologie utilizzabili dalle amministrazioni pubbliche per valutare il ricorso al PPP (quantificando il *Value for Money*) attraverso la comparazione monetaria tra la realizzazione e gestione del progetto in forma diretta e quella di realizzazione tramite forme di PPP.

¹⁶ Ciò implica che le banche devono operare secondo logiche non tradizionali.

¹⁷ In argomento si veda Lopilato, *Trust e "Project financing" dopo la "Merloni ter"*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2001, 338 segg.; Id., *Trust e project financing*, in [www. http://www.lexitalia.it](http://www.lexitalia.it); *Trust e project financing*, cit., nt. 1, 153 segg.

Il trust può essere anche utilmente impiegato come strumento di garanzia relativamente ai flussi di cassa in entrata della società veicolo. La prassi professionale ha elaborato diversi schemi di impiego del trust, quali:

- (i) il *trust borrowing vehicle*;
- (ii) il *security trust*;
- (iii) il *construction trust financing*.

Nel primo caso, la società veicolo agisce quale disponente, istituendo un trust e trasferendo al *trustee* i crediti derivanti dalle attività che generano ricavi, e quindi flussi di cassa. L'incarico del *trustee* è di agire quale collettore di fondi, i quali vengono ripartiti tra la stessa società veicolo, nei limiti della copertura dei costi di esercizio e, per la differenza, a favore dei finanziatori fino all'integrale rimborso del loro credito. Soltanto le eccedenze di liquidità che dovessero residuare una volta estinte tutte le passività finanziarie, e che dal punto di vista economico rappresentano gli utili dell'operazione, verranno ritrasferite alla società veicolo, a beneficio della stessa e, in ultima analisi, dei suoi azionisti. E' evidente che, stante l'elevato livello di conoscenze tecnico-professionali richieste al *trustee*, questo sarà scelto tra i soggetti che svolgono tale ufficio professionalmente (*trustee* professionale). Alle volte il ruolo di *trustee* viene assunto dalla banca capofila di un finanziamento in *pool*, ma è evidente il conflitto di interessi in cui essa si troverebbe nell'assumere l'ufficio di *trustee*.

Sotto il profilo tecnico, è evidente che il trust può essere "costruito" con beneficiari (la banca e gli azionisti della società veicolo) ovvero senza beneficiari (in cui lo scopo del trust sarà quello di utilizzare le risorse in conformità al programma esplicitato nell'atto istitutivo di trust).

In tale contesto, l'effetto segregativo proprio del trust costituisce l'elemento decisivo per l'utilizzo di tale strumento, giacché i finanziatori possono contare sul fatto che le somme incassate dal *trustee* non fanno parte del patrimonio del disponente e, quindi, non possono essere aggredite da altri creditori. Qualora i finanziatori operino in *pool*, il ruolo del *trustee* costituisce un *plus* aggiuntivo, visto che consente di svolgere una funzione di coordinamento nella gestione dei fondi, in regime di indipendenza rispetto sia ai creditori, sia alla società debitrice.

Nel *security trust* il trust è istituito dai promotori sin dalla ideazione del progetto ed i fondi (capitale proprio e finanziamenti) sono stanziati a favore del *trustee*, con l'effetto che le risorse finanziarie sono vincolate al perseguimento dello scopo del trust e verranno destinate al pagamento delle spese di progettazione sostenute dai promotori-disponenti, degli appaltatori e di ogni altro creditore.

Rispetto al *trust borrowing vehicle*, la prevista operatività del trust prima della erogazione del finanziamento rappresenta un'ulteriore "garanzia" per gli istituti di credito. Questi, infatti, possono fare affidamento sul fatto che, durante il periodo della raccolta delle risorse finanziarie, le somme versate non vengano distolte dalle finalità programmate, per essere impiegate in modi diversi da quelli per cui sono state erogate. Si evita, inoltre, il pericolo che le predette somme possano venire "intercettate" tra il momento della loro erogazione ai promotori e quello dell'effettivo impiego nella realizzazione del programma. Il trust mette al riparo da tutte queste

insidie, incidendo in maniera ancora più pregnante sul piano economico di ripartizione dei rischi.

Come si è visto, il trust costituisce un importante complemento alla strutturazione dell'operazione mediante una società di progetto. Certamente, tuttavia, il trust non è uno strumento giuridico "in competizione" con la società di progetto, ma ne arricchisce, per così dire, le funzionalità operative.

E', infatti, innegabile che, nella pratica degli affari, l'opera non possa essere realizzata direttamente dal *trustee*, ossia attraverso il trust: ciò darebbe vita ad un trust commerciale con responsabilità che difficilmente un *trustee* professionista si sentirebbe di assumere. Inoltre, il coinvolgimento nel trust di vari soggetti (beneficiari in senso tecnico o, nei trust di scopo, in senso meramente economico-finanziario), quali i promotori, i finanziatori o addirittura l'ente pubblico, con poteri variamente disegnati (soprattutto verso il *trustee*, se le loro posizioni soggettive sono costruite in termini di "interessi beneficiari"), un ruolo attivo e un diritto alla ripartizione delle risorse finanziarie in trust, potrebbe addirittura implicare una responsabilità di costoro, non potendosi escludere che qualche giurista fantasioso, soprattutto in caso di insolvenza, riqualifichi il trust in una società di fatto o, fermo restando il trust, ravvisi nella complessità dei loro rapporti, poteri e diritti, una società di fatto tra i medesimi nascosta "dietro" il trust.

In questo senso, è da escludersi un reale interesse per un trust *borrowing vehicle* in cui siano trasferiti in trust non già i crediti derivanti dai contratti generanti ricavi, ma gli stessi contratti, con l'effetto che il *trustee* diverrebbe controparte contrattuale nei rapporti negoziali afferenti il progetto. Similmente sono da escludersi i c.d. *construction trust financing*, peraltro ipotizzati in dottrina¹⁸, in cui l'ente pubblico ceda al *trustee* i diritti di costruzione di un impianto, stabilendo di acquistarlo a completamento dell'opera e in cui il *trustee* riceva direttamente, quale debitore, i finanziamenti dell'opera, il cui debito verrebbe poi trasferito all'ente pubblico mediante accollo contestuale al trasferimento della proprietà dell'impianto.

Vi è invece un ulteriore ed assai interessante spazio per l'utilizzo del trust, finalizzato alla copertura dei rischi sostenuti dall'ente pubblico a fronte delle erogazioni effettuate a titolo di contributo pubblico. Si pensi, ad esempio, ad una iniziativa di PF relativa alla realizzazione e gestione di una casa per studenti. Il piano finanziario prevedrà, tipicamente, un prezzo di favore per gli studenti che utilizzano la struttura ed un intervento pubblico integrativo, sotto forma di integrazione dei ricavi, erogato dall'ente pubblico alla società veicolo. La società veicolo provvede, con propri investimenti, prevalentemente finanziati a debito, alla costruzione della struttura, nonché alla gestione della casa. Va da sé che l'equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa dipende dall'attendibilità della previsione, fatta in sede di progettazione dell'intervento, del tasso di riempimento della casa da parte degli studenti. Un tasso di riempimento inferiore a quello atteso determinerebbe minori en-

¹⁸ Cfr. Rabitti Bedogni, *Trust e operazioni di finanziamento*, in ABI, *Il trust nella operatività delle banche italiane*, Roma, 1997, 57 segg.

trate
cavi
fici
conse
verso
gno"
la pub
dell'in

Da
colo si
privati
ficia
trust
immin
rametri
sazione
tà veic
mente
titi dall'
se, con gli

Un simile
prevedere
e con partic
l'ufficio rich
mergano
dell'efficacia
re i poteri
sostituendo l'

piano economico di riparti-
complemento alla struttura-
Certamente, tuttavia, il trust
la società di progetto, ma ne

l'opera non possa essere
ciò darebbe vita ad un
trustee professionista si
di vari soggetti (benefi-
meramente economico-
ente pubblico, con poteri
posizioni soggettive so-
ativo e un diritto alla ri-
implicare una re-
giurista fantasioso, so-
di fatto o, fermo re-
e diritti, una società

trust borrowing vehi-
contratti generanti ri-
controparte con-
sino da escludersi i
in cui l'ente pub-
bilendo di acquistarlo
quale debitore, i
all'ente pubblico me-
seguito.

utilizzo del trust, si-
a fronte delle erog-
ad una iniziati-
adenti. Il piano fi-
mentari che utilizzano
segnazione del ri-
cono prevede
strazione della
economico-
in sede di
arte degli str-
minori en-

permanenza delle
azioni alla spogua

trate, il che metterebbe a rischio sia il pareggio economico (equilibrio tra costi e ri-
cavi di gestione) sia la copertura finanziaria dei finanziamenti (flussi di cassa insuf-
ficienti a coprire le uscite previste nel piano di ammortamento dei prestiti), con la
conseguenza che potrebbe verificarsi l'insolvenza della società veicolo. Per altro
verso, i limiti di finanza pubblica non consentono più di tanto interventi "di soste-
gno" non programmati a favore del conto economico della società veicolo, per cui
la pubblica amministrazione potrebbe trovarsi di fronte al rischio di *default*
dell'iniziativa.

Da qui l'ipotesi che le partecipazioni (tipicamente le azioni) della società vei-
colo siano poste in trust, il cui atto istitutivo indichi come beneficiari innanzitutto i
privati che hanno dotato la società di capitale proprio e preveda una posizione bene-
ficia condizionale a favore dell'ente pubblico. Costui diverrà beneficiario del
trust soltanto al verificarsi di una certa condizione (ad esempio il rischio grave ed
imminente dell'insolvenza, misurato dal superamento, in negativo, di appositi pa-
rametri finanziari formalizzati in *covenant*), con l'effetto che potrà chiedere la ces-
sazione del trust e l'assegnazione a suo favore della totalità delle azioni della socie-
tà veicolo. Quest'ultima, divenuta di proprietà pubblica, potrà essere conveniente-
mente ricapitalizzata o comunque rifinanziata, anche mediante nuovi prestiti garan-
titi dall'ente pubblico, senza che le risorse *medio tempore* impiegate vadano disper-
se, con gli evidenti effetti negativi sia sul piano economico, sia sul piano politico.

Un simile trust che abbia la titolarità delle azioni della società veicolo potrà
prevedere un collegio di *trustee* (*board of trustees*) a nomina mista pubblico-privata
e con particolari requisiti di indipendenza, che, oltre a svolgere le attività che
l'ufficio richiede, sia anche "arbitro" della *performance* dell'iniziativa. Qualora e-
mergano profili gestori della società veicolo discutibili sul piano dell'efficienza,
dell'efficacia o della qualità del servizio, il suddetto *board of trustees* potrà esercita-
re i poteri che gli competono come azionista totalitario, eventualmente integrando o
sostituendo l'organo amministrativo della società veicolo.