



***Project Bond:  
uno strumento per lo sviluppo del Paese***



## Sommario

<i>I PROJECT BOND</i> .....	3
<i>IL MECCANISMO DI FUNZIONAMENTO DEI PROJECT BOND</i> .....	4
<i>GLI EMITTENTI DEI PROJECT BOND</i> .....	5
<i>I SOTTOSCRITTORI DEI PROJECT BOND</i> .....	6
<i>IL WRAPPING</i> .....	6
<i>CARATTERISTICHE DEI PROJECT BOND E DEROGHE CODICISTICHE</i> .....	7
<i>REGIME FISCALE RISERVATO AI PROJECT BOND</i> .....	8
<i>CRITICITA' DEI PROJECT BOND</i> .....	9
<i>CONSIDERAZIONI GENERALI</i> .....	10



## **I PROJECT BOND**

I *project bond* sono obbligazioni di scopo destinate a investitori istituzionali, emesse da società che realizzano un progetto infrastrutturale o un servizio di pubblica utilità in settori strategici, tra i quali i trasporti (autostrade, ferrovie, aeroporti, porti e trasporti pubblici locali), l'energia (settore fotovoltaico, eolico, rigassificatori, gasdotti, elettrodotti, acquedotti e stoccaggio) e la banda larga per finanziarne la realizzazione. Il capitale raccolto viene utilizzato per realizzare uno specifico progetto e i flussi di cassa generati dal progetto, una volta operativo, consentono di rimborsare il capitale e di remunerare gli investitori<sup>1</sup>. Con il decreto legge n. 83 del 22 giugno 2012 è prevista la possibilità di emettere *project bond* anche per il rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione di un'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità di cui le suddette società siano titolari.

La principale finalità dei *project bond* è quella di rilanciare, nonostante la crisi finanziaria in atto, gli investimenti e sostenere lo sviluppo nei settori delle infrastrutture e del *project financing*, alimentando i flussi di cassa per la realizzazione di opere o servizi di pubblica utilità necessari per la modernizzazione del Paese. Nell'intenzione del legislatore, i *project bond* vogliono essere infatti un importante strumento per attrarre investimenti in operazioni di finanza di progetto, aggiungendosi ai più tradizionali canali di finanziamento rappresentati dai finanziamenti bancari e dai contributi di natura pubblica.

I *Project Bond* hanno acquisito una grande popolarità a seguito dell'iniziativa della Commissione Europea ad essi dedicata ("*Europe 2020 Project Bond Initiative*"), nell'ambito della quale sono stati individuati come strumento per favorire la crescita nell'Unione Europea. La Commissione si è proposta, in particolare, di fornire un supporto al mercato delle infrastrutture, finanziando progetti insieme alla Banca europea degli investimenti.

In particolare, la Commissione Europea ha presentato un piano di investimento pari a 50 miliardi di Euro destinato a migliorare le reti europee di trasporti, energia e digitali, che finanzia (fra il 2014 e il 2020) tali reti.

Sulla scia del successo registrato dalla Commissione europea e della Banca Europea degli Investimenti, anche l'Italia punta a questo strumento per lo sviluppo del Paese. Il *premier* Enrico Letta ha di recente presentato alla Camera il proprio piano di investimenti nazionali in ricerca e

---

<sup>1</sup> Articolo 41 "Emissioni di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto – *project bond*" del decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1, convertito in legge, con modificazioni, dall'Articolo 1, comma 1, della legge 24 marzo 2012, n. 27, che sostituisce l'Articolo 157 del codice di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163 (il codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE) e Articolo 1, comma 5, del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83 (Misure urgenti per la crescita del Paese).



sviluppo, finanziato con i *project bond*, volto a rilanciare il futuro industriale del Paese. Nel discorso antecedente al voto di fiducia, il nuovo primo ministro ha affermato: “bisogna scommettere sullo spirito imprenditoriale e innovare e investire in ricerca e sviluppo. Per questo intendiamo lanciare un grande piano pluriennale per l’innovazione e la ricerca, finanziato tramite *project bonds*. La ricerca italiana può e deve rinascere nei nuovi settori di sviluppo, come ad esempio l’agenda digitale, lo sviluppo verde, le nanotecnologie, l’aerospaziale, il biomedicale”.

## **IL MECCANISMO DI FUNZIONAMENTO DEI PROJECT BOND**

Il meccanismo di funzionamento dei *project bond* è simile a quello delle obbligazioni tradizionali, con delle differenze significative in termini di finalità e vantaggi fiscali. I *project bond* sono a tutti gli effetti dei titoli di debito con scadenza di medio-lungo periodo, volti ad attrarre capitali privati per finanziare progetti specifici. In Italia sono disciplinati dalle leggi 27, 134 e 221 del 2012 e possono essere emessi soltanto da società coinvolte nella realizzazione di infrastrutture stradali, reti di telecomunicazione, reti elettriche e di trasporto del gas e altri servizi di rilevanza pubblica. A livello internazionale esistono due tipi principali di *project bond*: i titoli *greenfield*, la cui raccolta va a finanziare opere in fase di realizzazione, e i *brownfield*, destinati invece a rifinanziare il debito di opere già in esercizio, attualmente inclusi anche nella legislazione italiana.

Questi strumenti presentano diversi vantaggi, sia per gli emittenti sia per i sottoscrittori.

Ai primi permettono di ottenere liquidità per avviare progetti altrimenti bloccati o rallentati per l’assenza di fondi, anche quando non sono possibili altre strade quali l’emissione di azioni e il ricorso alla leva finanziaria tradizionale. In particolare, al fine di evitare che la maggiore rischiosità per gli investitori presentata dalla fase di costruzione di un’opera, legata all’assenza di flussi di cassa, possa rappresentare un ostacolo all’emissione dei *project bond*, il decreto 7 agosto 2012 attuativo dell’articolo 157, comma 3, del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, ha previsto la prestazione di una garanzia (*wrap*) da parte del sistema finanziario, delle fondazioni (incluse quelle a partecipazione pubblica) e dei fondi privati. In tal modo, tale rischio non sarà assunto interamente da parte dei sottoscrittori delle obbligazioni e dei titoli di debito, che saranno nel contempo maggiormente tutelati essendo assicurata una maggiore trasparenza alle operazioni eseguite.

Per i sottoscrittori c’è il vantaggio di una tassazione agevolata sulle rendite finanziarie, ferma al 12,5% (come i titoli di Stato pubblici, e ben inferiore al 20% di azioni e obbligazioni tradizionali). I titoli, inoltre, possono essere garantiti dalla Cassa depositi e prestiti e dalla Sace, aumentando la sicurezza degli investimenti. L’emissione obbligazionaria può essere suddivisa in *tranche* con diversa *seniority* e diverso rendimento: gli investitori che sottoscrivono le *tranche* più sicure sono



rimborsati prima degli altri (con i primi flussi di cassa generati dal progetto) ma riceverono un rendimento minore.

Più in generale, relativamente ai vantaggi presentati dai *project bond* si segnala che il coinvolgimento di privati ha un impatto positivo sull'efficienza dei progetti, in quanto la remunerazione per l'investitore è direttamente legata al successo del progetto e quindi per raccogliere i capitali è necessario dimostrare l'economicità del progetto. Inoltre, per gli investitori il *Project Bond* fornisce uno strumento di diversificazione dei portafogli finanziari, in alternativa alle tradizionali *asset class* alternative (*hedge funds, private equity, commodities*).

### **GLI EMITTENTI DEI PROJECT BOND**

In particolare, ai sensi dell'Articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163 possono emettere *project bond* i seguenti soggetti:

- società di progetto (S.p.A. o S.r.l., anche consortili) costituite da parte di un aggiudicatario per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di un'infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità, il cui ammontare minimo del capitale sociale sarà determinato nel bando di gara;
- società titolari di contratti aventi per oggetto una o più prestazioni quali la progettazione, la costruzione, la gestione o la manutenzione di un'opera pubblica o di pubblica utilità, oppure la fornitura di un servizio, compreso in ogni caso il finanziamento totale o parziale a carico di privati di tali prestazioni;
- società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture di trasporto di gas e delle concessioni di stoccaggio società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture facenti parte del piano di sviluppo della rete di trasmissione nazionale dell'energia elettrica;
- società titolari delle autorizzazioni per la costruzione e l'esercizio dei terminali di rigassificazione di gas naturale liquefatto e delle opere connesse di cui all'Articolo 46 del decreto legge 1 ottobre 2007, n. 159, convertito, con modificazioni, dalla legge 29 novembre 2007, n. 222 (Interventi urgenti in materia economico-finanziaria, per lo sviluppo e l'equità sociale);
- società titolari delle autorizzazioni per la realizzazione di reti di comunicazione elettronica di cui al decreto legislativo 1° agosto 2003, n. 259;
- società titolari delle licenze individuali per l'installazione e la fornitura di reti di telecomunicazioni pubbliche.



## **I SOTTOSCRITTORI DEI PROJECT BOND**

La sottoscrizione dei *project bond* è riservata agli investitori qualificati, quali:

- il cliente professionale privato (che possieda l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume);
- il cliente professionale pubblico (il Governo della Repubblica, la Banca d'Italia e, su richiesta e a condizione che soddisfino specifici requisiti, le regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i comuni, le province le città metropolitane, le comunità montane, le comunità isolate e le unioni di comuni, nonché gli enti pubblici nazionali e regionali).

## **IL WRAPPING**

Con riferimento ai progetti *greenfield*, le garanzie potranno essere rilasciate per una durata corrispondente al periodo di costruzione e di avvio della gestione dell'infrastruttura o del nuovo servizio di pubblica utilità, sino all'effettiva entrata a regime degli stessi, ovvero fino alla scadenza dei *project bond* garantiti; mentre per quanto concerne i progetti *brownfield*, tali garanzie potranno essere rilasciate anche nel periodo successivo all'avvio della gestione della infrastruttura, coerentemente con le previsioni del piano economico finanziario vigente.

Le garanzie potranno essere prestate dai seguenti soggetti:

- banche italiane e comunitarie, nonché banche extracomunitarie autorizzate ad operare in Italia con o senza stabilimento di succursale;
- intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'Articolo 106 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 (il "TUB"), e sino all'entrata in vigore delle disposizioni del Titolo V del TUB, come modificato dal decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'Articolo 107 del medesimo TUB;
- imprese di assicurazione autorizzate ovvero ammesse in regime di libera prestazione dei servizi all'attività di assicurazione relativa al ramo danni per le classificazioni 14 (Credito) e 15 (Cauzione), di cui all'Articolo 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 (Codice delle assicurazioni private), e successive modificazioni, iscritte all'Albo delle imprese istituito presso l'IVASS (ex ISVAP);
- Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.;
- SACE S.p.A.;
- Banca Europea degli Investimenti.

Il decreto interministeriale (Economia e Infrastrutture) del 7 agosto 2012 demanda a un successivo decreto interministeriale il compito di definire le modalità di rilascio delle garanzie da parte delle fondazioni e dei fondi privati.



Il primo comma dell'Articolo 4 del decreto 7 agosto 2012 stabilisce, inoltre, che le garanzie e le controgaranzie sono "esplicite, irrevocabili, incondizionate e stipulate in forma scritta".

Ai fini del rilascio delle garanzie, sarà necessario procedere ad una "valutazione del merito di credito del soggetto emittente e della adeguata sostenibilità economico finanziaria degli investimenti, tenendo conto della redditività potenziale dell'opera, anche sulla base del relativo piano economico finanziario". Il decreto 7 agosto 2012, inoltre, chiarisce che "la garanzia copre il rischio di inadempimento del debitore principale per capitale e interessi e può essere escussa a seguito del mancato pagamento di uno o più pagamenti dovuti a termini del regolamento del prestito ovvero in caso di dichiarazione di insolvenza dell'emittente o assoggettamento dell'emittente a fallimento o altra procedura concorsuale di liquidazione applicabile". In caso di sua escussione, il garante provvederà all'adempimento nei confronti dei soggetti garantiti, nei limiti dell'importo massimo garantito, nei termini ed alle condizioni contrattuali convenuti.

Un'importante caratteristica di tali garanzie si riscontra nel fatto che, oltre a poter essere emesse autonomamente, esse possono altresì operare congiuntamente con le iniziative assunte in materia dalle istituzioni europee (ad es.: "Europe 2020 Project Bond Initiative", promossa dalla Commissione europea con il coinvolgimento della BEI), in modo da ottimizzare il merito di credito della singola emissione.

L'*offering circular* da predisporre per l'emissione dei *project bond* conterrà: (a) l'indicazione dei soggetti garanti, indicando altresì quali tra questi soggetti siano, o abbiano manifestato la disponibilità ad essere, anche, direttamente o indirettamente, investitori ovvero collocatori dei *project bond* ovvero finanziatori dell'emittente; e (b) l'ammontare delle garanzie rilasciate da ciascuno.

Ai sensi del sesto comma dell'Articolo 4 del decreto 7 agosto 2012, spetta al contratto di garanzia disciplinare i rapporti con i sottoscrittori nel regresso sulle somme rimborsate al concessionario. Infine, lo stesso contratto di garanzia disciplina le modalità attraverso cui sarà possibile impedire la risoluzione di un rapporto concessorio designando una società che subentri nella concessione al posto del concessionario.

### **CARATTERISTICHE DEI PROJECT BOND E DEROGHE CODICISTICHE**

I titoli e la relativa documentazione di offerta devono contenere un avvertimento circa l'elevato profilo di rischio associato all'operazione.

I *project bond*:

- devono essere nominativi;
- non possono essere trasferiti "a soggetti che non siano investitori qualificati".



Il codice civile dispone limiti precisi per l'emissione di titoli obbligazionari, che potrebbero rappresentare un ostacolo alla diffusione dei *project bond* nel processo di agevolazione dello sviluppo delle infrastrutture o dei servizi di pubblica utilità nel Paese. Attraverso i recenti provvedimenti normativi, le società destinatarie della disciplina hanno la possibilità di emettere *project bond* anche in deroga ai predetti limiti. Infatti, tali società potranno emettere *project bond* anche in misura complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, nonché in deroga alle previsioni del proprio atto costitutivo.

Le società costituite in forma di S.r.l. possono emettere *project bond* anche qualora l'atto costitutivo non lo preveda.

Di seguito le principali deroghe previste:

- la possibilità per la società che ha emesso i *project bond* di ridurre volontariamente il capitale sociale o di distribuire riserve anche oltre il limite del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio;
- la non necessità di costituire garanzie ipotecarie a favore dei sottoscrittori dei *project bond* quando il *bond* supera il doppio del capitale sociale dell'emittente;
- il non coinvolgimento dell'assemblea degli obbligazionisti con riferimento a talune vicende societarie (la nomina e revoca del rappresentante comune, le modifiche delle condizioni del prestito, la proposta di amministrazione controllata e di concordato, la costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo e gli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti).

### **REGIME FISCALE RISERVATO AI PROJECT BOND**

I *project bond* godono del seguente regime fiscale agevolato:

- applicazione della ritenuta ridotta del 12,5% (anziché del 20%) sugli interessi corrisposti ai sottoscrittori, ovvero esenzione da imposizione per gli investitori esteri residenti in Paesi della "white list";
- deducibilità integrale degli interessi passivi sui *project bond* per le società di progetto costituite ai sensi dell'art. 156 del Codice degli Appalti; deducibilità secondo le previsioni di cui all'art. 96 del TUIR per le società di partenariato pubblico privato;
- applicazione delle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa sulle garanzie.

Si evidenzia che il suddetto regime fiscale si applica ai *project bond* emessi nei tre anni successivi all'entrata in vigore del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, dunque entro il 26 giugno 2015, e rimane applicabile per tutta la durata del prestito obbligazionario.





## **CRITICITA' DEI PROJECT BOND**

- La logica puramente economica su cui si basa il *project bond* implica che possano essere finanziati attraverso questo canale soltanto progetti che possono generare un rendimento finanziario sufficiente a remunerare gli investitori. Conseguentemente eventuali progetti con un indubbio rilievo sociale-culturale, ma che non garantiscono ritorni economici sufficienti, vengono esclusi a priori;
- è previsto un rafforzamento delle garanzie richieste;
- andrà verificato se l'impiego dei *project bond* sarà destinato prevalentemente ovvero esclusivamente ad operazioni *brownfield* ovvero anche a progetti *greenfield*;
- pur in assenza di una distinzione normativa in relazione alla dimensione delle opere da realizzare, andrà verificato se i *project bond* saranno destinati alla realizzazione di infrastrutture di valore particolarmente rilevante ovvero anche di opere di media dimensione (ad esempio di importo compreso tra i 50 e i 500 milioni di Euro);
- al fine della valutazione della bontà dell'investimento, sarà necessario valutare la profittabilità/bancabilità di un progetto e la stabilità finanziaria/affidabilità di una società di progetto. Al riguardo, potrebbe essere utile attribuire un *rating* al progetto ovvero alla società di progetto;
- sarà opportuno sviluppare un meccanismo attraverso cui gli emittenti abbiano la sicurezza del collocamento totale dei *project bond* emessi;
- al fine di consentire un'efficace diffusione dei *project bond* occorrerà sviluppare una documentazione contrattuale che consenta agli investitori (e anche ai soggetti emittenti) di avere le garanzie necessarie per poter usufruire di quelle protezioni tipiche di cui godono le banche finanziatrici in operazioni "tradizionali" di finanza di progetto, sia in relazione al complesso pacchetto di garanzie che dovrà assistere tali soggetti durante tutta la vita del *project bond*, sia per ciò che riguarda i tipici "*covenants*" dei debitori in operazioni di *project finance* nella fase di costruzione ed in quella successiva di gestione dell'opera. Al riguardo, è verosimile ipotizzare un ritorno al "predominio" della legge inglese come legge regolatrice della documentazione finanziaria per questo tipo di operazioni, data la maggiore "flessibilità" ed adattabilità della stessa alle esigenze commerciali degli operatori rispetto a quella italiana;
- il termine ultimo del 26 giugno 2015 per l'emissione dei *bond* che beneficeranno del regime fiscale di favore sopra brevemente descritto, appare eccessivamente breve per consentire un effettivo utilizzo di tale strumento per progetti *greenfield* di opere infrastrutturali complesse, caratterizzate da periodi di costruzione medio-lunghi superiori ai 3 anni. In tal senso, sarebbe auspicabile una revisione di tale termine.

## CONSIDERAZIONI GENERALI

Le continue sfide legate alla regolamentazione e ai limiti di provvista affrontate dalle banche, da un lato, e l'impossibilità di finanziare il considerevole fabbisogno di investimenti infrastrutturali facendo leva soltanto sul debito pubblico, dall'altro, hanno determinato, in Italia così come nel resto d'Europa, alcuni importanti cambiamenti nel panorama dei finanziamenti alle infrastrutture.

Più in particolare, sia la riduzione della leva finanziaria da parte delle banche dopo la crisi (dovuta a modifiche normative, ad un accumulo di posizioni debitorie in sofferenza e alla preferenza alla riduzione delle attività ponderate a rischio rispetto ad un aumento del capitale di rischio), i maggiori costi e il minor interesse per i prestiti interbancari, hanno determinato una serie di implicazioni tra cui:

- una minore attività di finanziamento da parte delle banche. Al riguardo, si evidenzia che i nuovi finanziamenti bancari hanno una durata minore rispetto al passato e che le strutture infrastrutturali "no core" sono più difficili da finanziare;
- per il finanziamento di progetti infrastrutturali "core", il ricorso all'emissione di *bond* ha registrato un incremento derivante dalla circostanza che gli investitori, italiani ed esteri, che tradizionalmente investivano nel debito pubblico sono ora maggiormente incoraggiati a investire nel settore infrastrutturale per ottenere maggiori ricavi e che il debito correlato all'emissione di *bond* può raggiungere durate superiori.

A partire dalla crisi del credito, si è riscontrata una crescente tendenza a convertire i prestiti alle infrastrutture in *bonds*:

Transaction	Closing Date	Drawn Term Facilities (mn)	Sponsors	Time to most recent refinancing	% refinanced
Associated British Ports	Nov-11	£1,400	Borealis, GIC, GSIP, Infracapital (M&G)	1 month	59% (bridge) 36% (term loan)
Eversholt (HSBC Rail)	Oct-10	£1,507	3i Infra/MSIP, Star Capital	2 months (bridge) 5 months (term loan)	100% (bridge) 73% (term loan)
UK Power Networks	Jul-10	£450	CKI	11 months	100%
Eurogrid	Mar-10	€350	IFM, Elia	7 months	100%
Central Networks	Mar-10	£2,100	PPL	14 months	67%
Gatwick Airport	Dec-09	£700	GIP, ADIA, NPS, CalPERs and Future fund of Australia	15 months	86%
Porterbrook Rail	Oct-08	£1,435	Antin Infrastructure	18 months (term loan) 30 months (term loan)	100% (term loan A) 71% (term loan)
BAA	Aug-08	£4,400	Ferrovial, GIC	16 months (term loan) 35 months (term loan)	28% (term loan A) 77% (term loan)
Angel Trains	Jun-08	£1,936	AMP Capital Investors, Access Capital Partners, Deutsche Bank, Farm Plan, Queensland Industry, Development Corp - QIDC	25 months (term loan) 34 months (term loan)	100% (term loan A) 100% (term loan)
Yorkshire Water	May-08	£789	Citi Infra., GIC, Infra Partners, HSBC	15 months (OpCo) 24 Month (HoldCo)	100% (OpCo) 70% (HoldCo)
Electricity North West	Dec-07	£465	Colonial First State, JP Morgan Infra	20 months	100%



In considerazione del fatto che le banche hanno innalzato il *rating* relativo al merito di credito delle imprese e tendono a finanziare progetti i cui *Sponsor* siano già clienti della banca finanziatrice, il *project bond* si pone come un'utile fattispecie finanziaria in grado di rappresentare se non l'unica una delle poche opportunità che le banche possono prendere in considerazione per finanziare le infrastrutture in Italia.

In questa fase, ci si aspetta un crescente interesse di operatori di capitale di rischio anche stranieri per le nostre infrastrutture attraverso i *project bond*.

Appare opportuno sottolineare, inoltre, che i *project bond* determinano un rapporto di sinergia tra costruttore e banca, nell'ambito del quale la banca non è più soggetto erogatore ma consulente d'impresa. Le banche dovrebbero trasformare il proprio *business model* ponendo l'accento sulla propensione alla consulenza.

Infine, in relazione al ruolo svolto dalle banche estere in Italia nell'ambito del processo di emissione dei *project bond*, anche alla luce dei dati riportati in materia di *project finance* nel Rapporto annuale 2013 presentato alla comunità finanziaria dall'Associazione fra le Banche Estere in Italia (AIBE), in collaborazione con Consilia Business Management, sulle modalità di presenza, sul ruolo e sulle attività delle banche estere in Italia, si ritiene con ragionevole probabilità che la quota di soggetti esteri coinvolti nel collocamento dei *project bond* possa risultare significativa.

I soggetti esteri potranno svolgere, infatti, un ruolo particolarmente importante non solo per l'assistenza diretta alle imprese sulla specifica forma di finanziamento dei *project bond*, ma anche come *partner* degli intermediari italiani al fine di individuare le soluzioni più adeguate per il soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle imprese affidate.

Si ricorda, infatti, che nella *top ten* per operazione, dal Rapporto AIBE 2013, la quota di penetrazione dei soggetti esteri risulta particolarmente significativa, avendo partecipato, assieme ad intermediari italiani, ad un *pool* di finanziatori in 4 casi su 10 ed avendo gestendo interamente tre delle restanti operazioni.

Infine, in tema di possibili soluzioni per far ripartire il mercato dei *bond* in Italia, appare utile attribuire una sorta di vantaggio competitivo alle istituzioni finanziarie, italiane ed estere, disposte a finanziare le infrastrutture ricorrendo al *project bond*, stabilendo che in caso di parziale mancato collocamento dei titoli presso gli investitori istituzionali il Governo valuterà la possibilità di acquisire le *tranches* di *bond* non collocati in una misura massima predefinita.

**A cura di Carlo Arlotta e Consilia Business Management**