

STRUMENTI INNOVATIVI PER LO SVILUPPO DELLE CITTÀ

PREMESSA

Sono anni difficili per i Comuni stretti fra le esigenze di Bilancio e le esigenze di rilancio dell'economia della propria città.

Cosa può mettere in campo il Comune per essere un attore cosciente del processo di trasformazione e di rilancio della città in atto:

- 1) Un piano strategico complessivo del Comune allargato discusso e definito con tutta la città;
- 2) Una revisione e ristrutturazione di tutta la sua organizzazione interna;
- 3) La ridefinizione di un piano strategico delle società partecipate e del loro sistema di governo;
- 4) Il proprio patrimonio immobiliare e mobiliare considerandolo come possibile apporto in sostituzione di denaro in operazioni di sviluppo;

Ecco che allora si tratta di innovare e nelle forme di partecipazione anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari non molto consueti per gli enti locali.

Vediamo i Fondi immobiliari e le Società di investimento immobiliare che potrebbero essere strumenti per sviluppare progetti importanti dal punto di vista urbanistico della città vedendo al loro interno il coinvolgimento di imprenditori, dei Comuni, di soggetti finanziatori.

Il Comune potrebbe apportare uno più immobili a un fondo e prevedere il coinvolgimento su questo di tutti gli attori interessati a un certo progetto.

Fondo immobiliare

Una soluzione di valorizzazione di recente adottata da vari enti, non solo territoriali, è il Fondo immobiliare ad apporto.

Essa consiste nella creazione di uno o più fondi comuni di investimento immobiliare attraverso l'apporto del portafoglio individuato o di sue parti a fronte dell'emissione da parte di un "veicolo" (il Fondo stesso) di quote di partecipazione e del loro successivo collocamento presso investitori istituzionali o retail, con eventuale mantenimento da parte dell'ente di una parte delle quote stesse.

Il numero e la tipologia di fondi da costituire dipenderà della natura degli immobili da conferire, ovvero dal carattere sociale/pubblico degli stessi, elemento che può chiaramente incidere sulla redditività del fondo (si tenga presente che tipicamente l'E.r.p. conferisce minore valore di mercato all'operazione, ma elevati contenuti "sociali").

Si tratta di un'operazione piuttosto complessa, ma che assicura, se ben condotta, il rispetto di una serie di aspetti assai desiderabili, soprattutto in campo immobiliare, quali ad esempio, la trasparenza, la possibilità di mantenere almeno parte della governance del fondo e l'effettiva valorizzazione del patrimonio immobiliare o delle operazioni immobiliari.

Si tratterà di coinvolgere partner/advisor, una società di gestione del risparmio specializzata nel mercato real estate, di uno o più soggetti finanziatori del Fondo e di un soggetto collocatore delle quote del medesimo che, possibilmente, dovranno essere selezionati tramite procedura ad evidenza pubblica; alternativamente alla selezione di questi vari soggetti è possibile demandare le diverse funzioni operative di gestione, finanziamento e collocamento ad un unico soggetto, la Sgr, che si impegnerà ad individuare le controparti idonee secondo indirizzi forniti dall'ente. In tal caso il processo ne gioverà senz'altro dal punto di vista dei costi di transazione e dell'efficienza complessiva, a scapito tuttavia della trasparenza e della possibilità di governare i vari aspetti dell'operazione, come invece sarebbe auspicabile, trattandosi di patrimonio pubblico.

La complessità e l'impegno richiesto nel coordinamento di tutti i soggetti e delle competenze coinvolte sono tuttavia sopportate a fronte di una serie di opportunità non trascurabili.

Si tratta in particolare della possibilità di mantenere in capo all'ente un pacchetto di quote 'privilegiate' per l'esercizio di particolari diritti di governance volti a fornire opportune garanzie sociali. In estrema sintesi i vantaggi più rilevanti della soluzione fondo immobiliare sono la buona valutazione economica che generalmente è possibile ottenere rispetto al valore di mercato sebbene scontato, la buona partecipazione all'up-side derivante dalla valorizzazione, la possibilità di mantenere il livello di governance desiderato ed il vantaggio fiscale. A fronte di ciò è evidente che si tratta di un'operazione di notevole

complessità e che necessariamente comporta il coinvolgimento di altri soggetti (Sgr, collocatore, finanziatore). Sotto il profilo della tempistica non va trascurata la necessità delle autorizzazioni da parte della Banca d'Italia che deve approvare il relativo regolamento.

Una volta completata la due diligence preliminare interna ed approvato lo schema di operazione da parte degli organi deliberanti, una tempistica indicativa per la costituzione del fondo immobiliare potrebbe essere la seguente.

- 10 settimane per la selezione della Sgr, dei finanziatori del fondo e del collocatore;
- 6 settimane per la definizione e la chiusura dell'atto di apporto degli immobili;
- 7 settimane per la preparazione dell'information memorandum, predisposizione della data room e della documentazione per l'offerta;
- 7 settimane per la fase di presounding presso il mercato, raccolta delle manifestazioni di interesse e successiva selezione degli investitori interessati con cui verrà siglato un confidentiality agreement;
- 7 settimane per la ulteriore due diligence da parte degli investitori accreditati e raccolta delle offerte vincolanti;
- 6 settimane per la ricezione delle offerte vincolanti, eventuale negoziazione delle condizioni contrattuali, chiusura della documentazione contrattuale definitiva e stipula dell'atto notarile.

A tale tempistica indicativa, che concerne la costituzione del fondo e il collocamento sul mercato delle quote del medesimo, va aggiunta un'eventuale fase di "gestione" che può variare in misura importante in base alle diverse situazioni.

Tale fase può verificarsi nel caso in cui, per ragioni esogene quali condizioni di mercato sfavorevoli, difficoltà a reperire un numero sufficiente di investitori per la chiusura del book, difficoltà ad ottenere un prezzo soddisfacente per il collocamento delle quote, non sia possibile collocare l'intero pacchetto entro i tempi prestabiliti. Si tenga presente che nel corso di tale eventuale periodo di gestione, l'ente percepirà i dividendi derivanti dal mantenimento delle quote del fondo fino al loro collocamento.

Le fasi procedurali essenziali della costituzione di un fondo immobiliare

Processi deliberativi

Una volta circoscritto il perimetro di immobili su cui operare e conseguentemente prescelta l'operazione da concludere, l'ente sottopone alla Giunta una proposta di delibera, da sottoporre successivamente al Consiglio, nella quale viene dettagliatamente descritta ed autorizzata l'operazione nella sua interezza (individuazione del portafoglio immobili, cessione degli immobili, scelta dello strumento del fondo etc.). La delibera del Consiglio, se previsto, potrà essere preceduta dalla sottoscrizione di un protocollo d'intesa tra il partner tecnico e l'ente ove vengano anche fornite specifiche in merito al coinvolgimento di eventuali consulenti/ advisor.

La selezione della Sgr deve preferibilmente avvenire tramite procedura ad evidenza pubblica o tramite procedura negoziata previa pubblicazione del bando di gara come previsto dal Codice degli appalti. Per quanto riguarda il collocatore, sebbene la selezione possa avvenire sulla base di una procedura informale poiché il servizio finanziario relativo all'emissione, acquisto, vendita e trasferimento di titoli o altri strumenti finanziari è uno dei servizi esclusi dall'applicazione del Codice degli appalti (cfr. art. 19, c. 1, lett. d), l'ente deve procedere ad un'attività di selezione che può essere condotta anche tramite procedura ad evidenza pubblica, ad esempio trattativa privata previa gara ufficiosa. La delicatezza dell'incarico e la tipologia del soggetto, che deve necessariamente essere un operatore finanziario abilitato, suggerisce infatti di usare la massima cautela nella scelta della procedura di selezione, anche al costo di un allungamento dei tempi. Come si accennava sopra, una valida alternativa potrebbe essere quella di dare mandato alla Sgr di selezionare un collocatore sulla base di indirizzi forniti dall'ente ed approvati tramite delibera di giunta.

Approvazione del regolamento del Fondo

Sebbene la selezione sia indirizzata alla scelta di una Sgr che sia già in possesso dell'autorizzazione alla gestione collettiva del risparmio ex art. 34 Tuf, e quindi sia dotata di fondi i cui regolamenti siano già stati autorizzati dalla Banca d'Italia, potrebbe essere necessario effettuare una serie di modifiche al regolamento stesso in virtù della fattispecie in cui il conferente è un soggetto pubblico.

Tali modifiche necessitano dell'autorizzazione della Banca d'Italia, la quale, a norma di legge entro 90 giorni, può autorizzare o negare l'autorizzazione alle modifiche richieste. Nella prassi tuttavia, per gli interventi su regolamenti già approvati, l'autorizzazione viene di norma rilasciata entro un termine più breve.

Individuazione del soggetto finanziatore

Il soggetto, o i soggetti, che finanzieranno il fondo possono essere selezionati direttamente dalla Sgr o dal collocatore, i quali procederanno sulla base di indirizzi forniti dall'ente ed approvati con delibera di giunta. In tal caso, per ragioni di trasparenza, il soggetto selezionante sarà in ogni caso tenuto a dare conto all'ente delle fasi di attuazione del processo di selezione. Le condizioni a cui verrà reperito il finanziamento (che di norma

rappresenta da un minimo del 40% ad un massimo del 60% del valore complessivo di apporto al fondo degli immobili) risultano estremamente importanti in quanto gli oneri finanziari conseguenti graveranno sulla gestione corrente dello stesso fondo. A fronte del finanziamento viene solitamente richiesto il rilascio di un'adeguata garanzia, non di rado rappresentata dagli stessi immobili oggetto dell'operazione.

Apporto degli immobili al Fondo e scelta del valutatore

L'operazione del fondo immobiliare prevede che l'ente apporti al fondo una parte del portafoglio di immobili individuato. A fronte dell'apporto il Fondo emette due categorie di quote sottoscritte dall'ente: una categoria è costituita da quote ordinarie, l'altra da quote "privilegiate" con particolari diritti di governance legati ai vincoli sociali stabiliti dall'ente. L'apporto degli immobili al fondo avviene sulla base di una valutazione effettuata da un valutatore indipendente di norma scelto dalla Sgr.

Collocamento sul mercato delle quote ordinarie

L'obiettivo della fase di collocamento è di massimizzare il ricavo complessivo che dipenderà dalle offerte che il collocatore sarà riuscito ad ottenere dal mercato degli investitori. Nel corso dell'intera fase di collocamento, il collocatore dovrà relazionare l'ente dell'attività di indagine di mercato e raccolta delle manifestazioni di interesse (redigendo un piano di collocamento), nonché della successiva fase di negoziazione con il/i soggetti selezionati. Il piano collocamento presentato, che dovrà contenere un'indicazione del prezzo di vendita o quanto meno di un intervallo di valori di riferimento per la sua determinazione, dovrà essere approvato dalla giunta così come il prezzo finale di vendita.

Per minimizzare il rischio di mancato collocamento totale o parziale delle quote ordinarie, l'ente potrebbe richiedere al collocatore un impegno di sottoscrizione a fermo delle stesse. Ciò dipenderà chiaramente dalla tipologia di portafoglio e dal potere negoziale dell'ente. Resta inteso che tale opzione avrà necessariamente un riflesso sulle commissioni di collocamento da negoziare col collocatore.

Società di investimento immobiliare quotata

Una ulteriore soluzione di valorizzazione consiste nella creazione di una società di investimento immobiliare quotata (SIIQ) alla quale conferire il portafoglio immobiliare e della quale è previsto il collocamento di almeno il 49% delle azioni sul mercato, preferibilmente mantenendo la quota di maggioranza (51%) in capo all'ente.

Data la tipologia di operazione, fortemente orientata alla trasparenza e pluralità tipiche delle operazioni di mercato di tipo privatistico, sarebbe opportuno che il collocamento avvenisse ad una molteplicità di investitori, anche appartenenti a categorie molto eterogenee. In particolare, un assetto ritenuto ottimale è quello che prevede che circa i 2/3 del capitale (quindi circa il 35%) venga collocato, anche per quote di piccole dimensioni, ad investitori istituzionali (ad esempio fondi pensione, compagnie di assicurazione, altri tipi di fondi) ed eventualmente ad investitori retail.

Il restante 15% circa potrà essere collocato presso un ristretto gruppo di investitori istituzionali strategici.

Come per il caso del fondo immobiliare, oltre ad alcuni vantaggi fiscali, questa soluzione presenta una serie di aspetti positivi non trascurabili quali ad esempio: l'incremento della redditività del patrimonio, il possibile beneficio da premio sul valore attuale netto espresso dalle quotazioni di mercato, il mantenimento del controllo decisionale; tuttavia essa risulta piuttosto complicata e temporalmente dilatata, soprattutto in relazione alla fase di quotazione e al processo di individuazione e nomina del management della SIIQ che dovrebbe chiaramente essere dotato di grandi competenze nel campo del real estate ed in particolare nella gestione di una società che investe in quell'ambito.

Dato l'elevato numero di aspetti potenzialmente controversi da sottoporre all'approvazione dell'organo deliberante che un'operazione di tale portata comporta, non va trascurata la necessità di un commitment forte e diffuso all'interno dell'ente rispetto all'obiettivo finale.

I principali vantaggi di questa scelta restano dunque sostanzialmente circoscritti all'incremento della redditività del patrimonio immobiliare rispetto al valore iniziale, grazie anche ai dividendi che presumibilmente l'ente verrà a percepire. Il grado di mantenimento del controllo decisionale è invece in funzione alle quote che si intende non collocare: in questo ambito la decisione può essere controversa, in quanto di fronte ad un forte interesse da parte del mercato per la sottoscrizione, potrebbe non essere univoca la scelta di mantenere la maggioranza del 51%. Si tratta, nuovamente, di una decisione che dipenderà dal prezzo che sarà possibile spuntare sul mercato e dalla tipologia di immobili oggetto dell'operazione.

Il punto dolente di questa soluzione sono evidentemente le tempistiche, principalmente in relazione alla fase di quotazione che richiede numerosi adempimenti formali e può rivelarsi molto lunga, dispendiosa e dall'esito incerto.

La necessità di reperire un management adeguato per la società quotata con specifiche competenze completa il non semplice quadro di riferimento.

Una tempistica indicativa per un'operazione di questo genere è individuabile in almeno 12-14 mesi in relazione alla procedura di quotazione che rende il processo particolarmente impegnativo. Si ritiene infatti occorrano:

- 8 settimane per la due diligence dettagliata successiva alla valutazione preliminare interna;
- 20 per le preparazioni dei documenti per la quotazione, la valutazione della società e il suo posizionamento;
- 6 settimane per la preparazione alla presentazione agli analisti;
- 7 settimane per il contatto con gli investitori;

- 7 settimane per il conferimento degli immobili alla SIIQ, il road show ed il book building;
- 5 settimane per il pricing e la quotazione. Laddove non vi siano specifici vincoli di propedeuticità tra le varie fasi/adempimenti essi possono prevedere anche alcune fasi temporalmente sovrapposte, il che può ridurre la tempistica complessiva di qualche settimana.

Conclusioni

Non dobbiamo fuggire dalla complessità ma accettarla e confrontarci con essa per questo ci servono strumenti nuovi che permettano di coniugare diversi interessi e convogliarli verso lo sviluppo delle città, consci sia che non esistono strumenti perfetti ed esaustivi sia che solo innovando e sperimentando si potrà uscire vincitori da questi anni difficili.