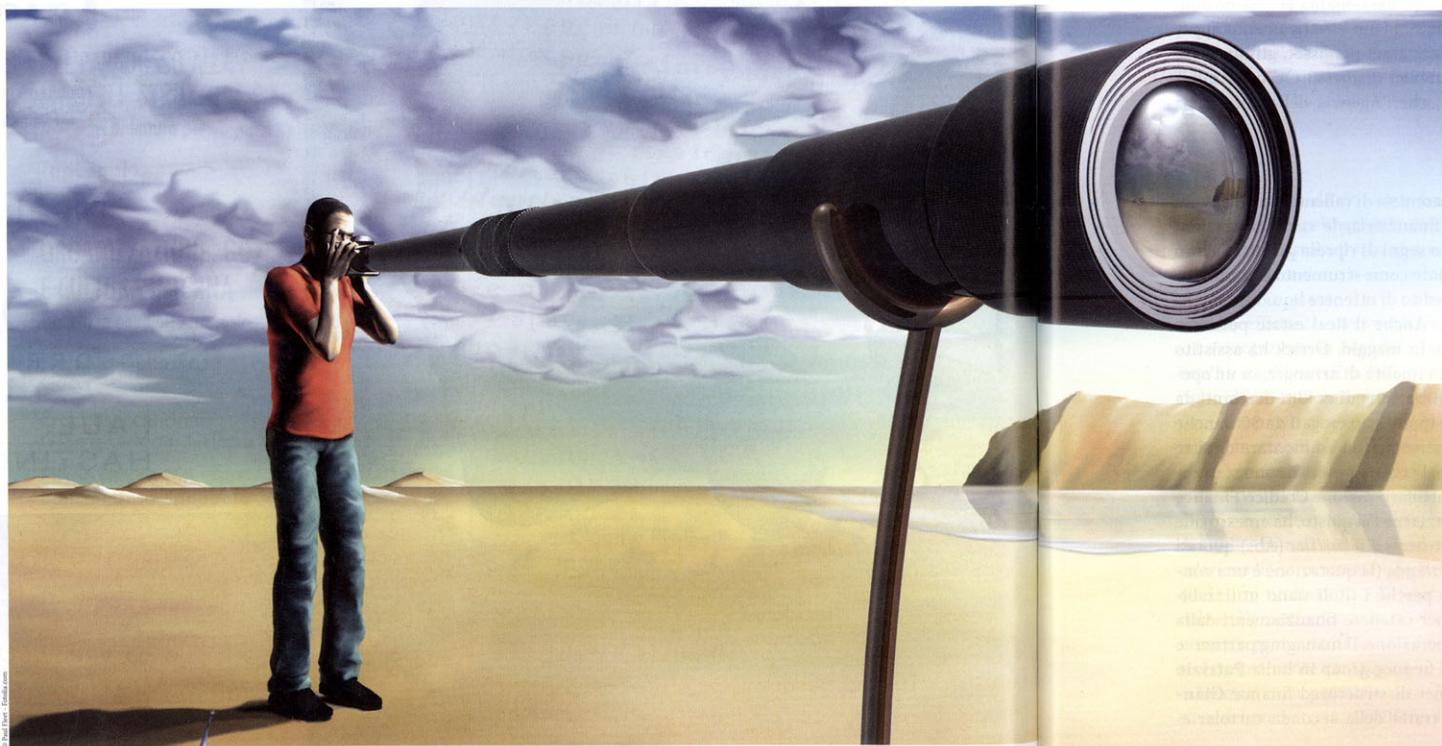


IL RISVEGLIO DEL SETTORE PASSA (ANCHE) DAL PUBBLICO

Il miraggio del mattone di Stato

Il tesoro nazionale da privatizzare richiama l'attenzione. Il governo ha varato gli strumenti (l'articolo 27) e lavora sulla costituzione dei fondi. Ma domina ancora l'incertezza in una partita il cui esito si gioca sulla salute di tre pilastri: equity, finanza e Pa

di Maria Buonsanto



Mattone di Stato. Un tesoro. Una sfida. Forse, un miraggio. A cominciare dalle cifre. Si parla di un patrimonio smisurato che vale 237 miliardi. Ma la mancanza di informazioni e l'incompletezza documentale rendono difficile averne una reale quantificazione. Di certo, per rendere il quadro ragionevolmente concreto, gli elementi indispensabili sono bandi internazionali per la rifunzionalizzazione e la progettazione dei beni, nonché garanzie chiare sui tempi e i costi dell'investimento. Altrimenti si rischia di giungere

alla paradossale ipotesi che il patrimonio statale possa valere oltre 200 miliardi di euro, ma che si vedano investimenti di capitali di rischio al massimo di 100 o 200 milioni di euro all'anno. Sono queste le cifre attese dalla Pa per il 2012. Bruscolini paragonati agli introiti potenziali.

Un passo in avanti, però, oggi è stato fatto: il processo di dismissione può contare su un quadro normativo chiaro, con l'articolo 27 del Decreto Salva Italia, secondo cui vengono affidate al Mef (al Demanio) la dismissione e la valorizzazione del patrimonio pubblico. Almeno sulla carta, è una norma che può rappresentare un momento di svolta. E che, sicuramente, già costituisce un punto di rottura con il passato: lo Stato italiano cessa di essere proprietario terriero e diventa governatore della cosa pubblica. TopLegal ha chiesto ad alcuni dei principali operatori del settore – un gruppo che negli ultimi anni è diventato sempre più sparuto – di valutare la reale portata dell'art. 27.

Un provvedimento significativo, secondo **Alessandro Balp**, socio di Bonelli Erede Pappalardo. Protagonista, al fianco del fondo immobiliare Retail & Entertainment, gestito da Prelios sgr, della vendita del palazzo della Rinascenza a Milano per 472 milioni di euro al fondo immobiliare Ippocrate, gestito da First Atlantic (Fare sgr). «L'art. 27 è una cassetta degli attrezzi – commenta Balp –, che contiene tutti gli strumenti necessari per la gestione delle operazioni di valorizzazione e dismissione del patrimonio pubblico (società, fondi immobiliari, veicoli quotati e non quotati, partnership con operatori locali, etc.). Strumenti che

andranno dosati a seconda delle finalità che si intendono di volta in volta perseguire e della tipologia di asset interessati». Più scettico **Antonio Campagnoli**, fondatore de Il Punto Real Estate Advisor e interlocutore italiano di Faf International (First American Financial Corporation), gruppo americano della *title insurance*, chiamato a garantire i vizi edilizi, fiscali, urbanistici e, in generale, legali, nelle più recenti dismissioni immobiliari europee. «Ho grandi perplessità sull'efficienza di questo percorso di dismissione – commenta Campagnoli -. Temo che la procedura, così come concepita, abbia finalità diverse dalla dismissione dei beni, ma serva prevalentemente alla mappatura degli asset disponibili. Il rischio è la creazione di un grande comparto immobiliare "statale" che abbia come certo solo le spese della sua costituzione». E aggiunge: «Il patrimonio pubblico potrebbe essere un volano per l'intera economia, se ben gestito. Ma allo stato attuale d'uso rappresenta solo un capitale morto».

Richiamati dal tesoro

Il problema centrale è la difficoltà di formulare un business plan credibile che sia in grado di prevedere i rischi e le tempistiche dell'investimento. L'incertezza, in generale, è il principale punto debole di un investimento. Nel caso specifico, diventa un punto critico. Infatti, molti degli immobili dello Stato risentono della mancanza di trasparenza sui rischi sottostanti collegati alla loro, spesso necessaria, valorizzazione. Tali incertezze si riflettono sul tasso di ritorno atteso dell'investimento e sulla possibilità dell'espressione di un



Gates, insegna a stelle e strisce recentemente sbarcata in Italia proprio con l'obiettivo dichiarato di crescere puntando sul Real estate pubblico. Per centrare l'obiettivo, sostiene **Giampaolo Salsi**, partner di K&L, è fondamentale una concertazione tra le parti e il dialogo con il mondo privato. «Certamente - commenta Salsi - occorre che tutti gli enti pubblici coinvolti, sotto la regia dell'Agenzia del demanio, condividano la stessa ferma volontà di speditezza. Ma perché la macchina si attivi non basta un buon testo di legge. Occorre che il mercato si risvegli, e bisognerà individuare con acutezza e professionalità le destinazioni che rendano effettivamente appetibili, asset per asset, gli immobili pubblici dismessi. Occorre, quindi, che l'Agenzia del demanio sia

buon Real estate rating, utile per rifinanziare il progetto nel mercato secondario. È così che le dismissioni statali sono diventate un business appetibile per operatori del comparto assicurativo, appunto, come Faf Internazionale, grup-

po che nei mesi scorsi ha messo a punto un road show in Italia, per descrivere i propri servizi di garanzia agli investitori.

Ma Faf non è l'unica americana ad ammicciare alle possibilità aperte dall'art. 27. A farlo anche K&L

RISVEGLIO CARTOLARIZZAZIONI

Il mattone diventa un bond

Innescare un circolo virtuoso che trasformi gli asset in carta e la carta in prestiti per il settore. È una delle possibilità per il rilancio del Real estate

Dopo una parentesi di rallentamento dovuta alla crisi finanziaria, le cartolarizzazioni hanno dato segni di ripresa grazie alla loro capacità di funzionare come strumento che consente agli istituti di credito di ottenere liquidità. Rilanciando l'economia. Anche il Real estate potrebbe trarne giovamento. In maggio, Orrick ha assistito Iccrea Banca spa, in qualità di arranger, in un'operazione di cartolarizzazione di crediti derivanti da contratti di mutuo ipotecario erogati da 30 Banche di Credito Cooperativo per un ammontare di oltre 1,5 miliardi di euro. I crediti ipotecari sono stati ceduti al veicolo di cartolarizzazione Credico Finance 10 srl che, per finanziarne l'acquisto, ha emesso due classi di titoli *asset-backed securities* (Abs) quotati presso la Borsa di Irlanda (la quotazione è una condizione necessaria perché i titoli siano utilizzabili come garanzia per ottenere finanziamenti dalla Bce). A seguire l'operazione, il managing partner e head of structured finance group in Italia **Patrizio Messina** e il partner di structured finance **Gianrico Giannesi**. Si tratta della seconda cartolariz-

messa realmente nelle condizioni di esercitare le sue prerogative».

La cautela e l'attesa

Contrapposta alla posizione di Salsi è quella di un suo ex collega, **Olaf Schmidt**, capo del dipartimento Real estate di Dla Piper. «Puntare sulle dismissioni pubbliche del demanio è rischioso», precisa Schmidt. Lo studio di Londra, peraltro, è seduto al tavolo governativo proprio per dare attuazione all'art. 27, predisponendo il regolamento standard per la costituzione dei fondi immobiliari in cui verrà apportato il patrimonio demaniale (*vedere approfondimento nelle pagine che seguono*). «Non è un problema solo italiano - riprende Schmidt -. In qualunque Paese in cui subentra l'operatore Stato, la

trasparenza soffre, il processo è lento ed "efficienza" è una parola che non esiste. Il patrimonio, infatti, in molti casi non è ancora identificato catastalmente. Il percorso sarà ancora molto lungo».

Occorre, quindi, tempo. Bisogna tornare a pensare al patrimonio immobiliare pubblico da un punto di vista strutturale e di lungo periodo, al fine di ricondurre a razionalità il sistema della proprietà dello Stato. Questo significa che, nonostante l'attuale congiuntura economica, la dismissione del patrimonio pubblico non può rappresentare una modalità veloce e immediata per batter cassa e risolvere il problema del deficit statale. O si rischierebbe di svendere il bene pubblico. È questo il commento di **Domenico Tulli**, responsabile del dipartimento Real estate di Gianni

Origoni Grippo Cappelli & Partners. «La domanda stagnante o recessiva nella gran parte dei settori immobiliari - sottolinea Tulli -, la persistente crisi di liquidità, le non trascurabili dimensioni del problema della scadenza di molti fondi immobiliari, che debbono oggi fronteggiare la questione della liquidazione dei loro patrimoni, sono tutti indicatori che fanno presagire una scarsa propensione del mercato a offrire condizioni attraenti per chi oggi dismette». Concorda con Domenico Tulli lo studio associato Belvedere. «Con gli Enti stretti da rigidi vincoli di bilancio ed i privati nella morsa del credit crunch, la dismissione del patrimonio pubblico rischia di tradursi in una profonda "svalorizzazione" dello stesso - sottolinea il name partner **Antonio Belvedere**

zazione seguita da Orrick a fianco di Iccrea negli ultimi mesi (la prima risale allo scorso agosto), con titoli quotati sulla Borsa di Irlanda. «Tutti i titoli di cartolarizzazione sono quotati in Irlanda o Lussemburgo in quanto il procedimento di quotazione è molto efficiente - commenta a TopLegal Giannesi -. La quotazione in Irlanda o Lussemburgo, infatti, non ha implicazioni fiscali particolari». Per quanto riguarda le implicazioni regolamentari: «La normativa europea è armonizzata, dunque è sostanzialmente uguale in tutti gli Stati. Le stesse banche cedenti hanno sottoscritto i titoli di cartolarizzazione, al fine di utilizzarli come collateral per operazioni di rifinanziamento con la Bce. Infatti, l'emissione di titoli Abs nell'ambito di operazioni di auto-cartolarizzazione permette alle banche di utilizzare i medesimi titoli come collateral nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale Europea per ottenere provviste di liquidità dalla Bce a condizioni estremamente vantaggiose».

La qual cosa potrebbe contribuire a superare la stasi del mercato immobiliare. Infatti, analizzando

il caso specifico, se tali iniezioni di liquidità fossero poi, a loro volta, impiegate dalle medesime banche per la concessione di mutui e finanziamenti, si darebbe nuova linfa al mercato del mattone e all'economia reale. A fronte di un atteggiamento delle banche, rispetto alla concessione di mutui, che si è molto irrigidito a partire dal 2007, le cartolarizzazioni potrebbero consentire di accrescere l'ammontare di scorte liquide degli istituti di finanziamento. Senza stringere la morsa sui prestiti.

«Le operazioni di cartolarizzazione - commenta Giannesi - sono state e sono ancora un utile strumento di liquidità per le banche in quanto, attraverso l'emissione dei relativi titoli Abs, permettono di smobilizzare portafogli di crediti. L'essersi affermata come strumento di liquidità ha costituito un'opportunità per questo genere di operazioni. Che hanno evitato di implodere. Senza rimanere travolte e schiacciate dalle sorti del mercato». Con importanti conseguenze (positive) sul mercato immobiliare e sull'attività produttiva. Ma su questo, il condizionale è quanto mai d'obbligo. (m.b.) ■