

POLITECNICO DI MILANO

Facoltà di Ingegneria dei Sistemi

Corso di Laurea Specialistica in Ingegneria Gestionale



**PROCESSO DI DEFINIZIONE DELLE
STRATEGIE DI DISMISSIONE DEL
PATRIMONIO DI UN FONDO
IMMOBILIARE: IL CASO DEL FONDO
TECLA**

Relatore: Prof. Giancarlo Giudici

Tesi di Laurea di:

Alessandro Cantù

Matricola: 739959

Anno Accademico 2010/2011

Indice dei contenuti

ABSTRACT	1
INTRODUZIONE	2
Capitolo 1: IL SISTEMA ITALIANO DEL REAL ESTATE E I FONDI IMMOBILIARI	3
1.1 Il mercato immobiliare	3
1.1.1 Classificazione degli immobili: destinazione d'uso e <i>asset classes</i>	4
1.1.2 Le dinamiche dei comparti	5
1.1.3 Attori del mercato	11
1.2 I fondi immobiliari	13
1.2.1 Classificazione dei fondi immobiliari	16
1.2.2 Gli attori di un fondo immobiliare	19
1.2.3 Il bilancio e i principali indicatori	27
1.2.4 Il quadro normativo	37
1.2.5 Il regime fiscale	38
1.3 Il mercato italiano dei fondi Real Estate	40
1.3.1 I fondi <i>retail</i> quotati e lo sconto sul NAV	42
1.3.2 I fondi riservati ordinari e speculativi	45
1.3.3 Le prospettive del mercato	46
Capitolo 2: IL GRUPPO, LA SGR E I FONDI GESTITI	48
2.1 Il gruppo Prelios	48
2.1.1 Cenni storici	50
2.1.2 Business Model	50
2.1.3 Risultati economici recenti	51
2.1.4 Prospettive future	53
2.2 La Prelios SGR	54
2.2.1 Il business model	55
2.2.2 La struttura organizzativa	55
2.2.3 I risultati economici recenti	58
2.2.4 Prospettive future	60
2.3 I fondi gestiti	61
2.4 Il fondo Tecla	63
2.4.1 Il fondo in sintesi	64
2.4.2 Il portafoglio immobiliare	66
2.4.3 La proroga dei termini di durata e di <i>financing</i> di Tecla	70
Capitolo 3: STRATEGIE DI DISMISSIONE E CASI DI STUDIO DEL FONDO TECLA	73
3.1 Valorizzazione di un bene immobile e strategie di dismissione	73

3.1.1	Criteri di valorizzazione di un immobile	74
3.1.2	Strategie di valorizzazione e dismissione	78
3.2	Processo di definizione della strategia finale per immobili <i>value added</i>	80
3.2.1	Definizione delle alternative di sviluppo	81
3.2.2	Studio di fattibilità	83
3.2.3	Analisi di mercato.....	84
3.2.4	Vincoli	87
3.2.5	Definizione delle <i>assumptions</i>	87
3.2.6	L'analisi economico-finanziaria e la <i>sensitivity</i>	90
3.2.7	<i>SWOT Analysis</i>	97
3.2.8	Strategia finale.....	97
3.3	Caso di studio: Milano, Via Alserio	98
3.3.1	Stato di fatto e alternative di sviluppo	98
3.3.2	Scenario Office	99
3.3.3	Scenario <i>Residential</i>	106
3.3.4	Strategia di dismissione	115
3.4	Caso di studio: Torino, via Mezenile.....	116
3.4.1	Stato di fatto	116
3.4.2	Scenario Office	117
3.4.3	Scenario <i>Residential</i>	124
3.4.4	Strategia di dismissione	132
3.5	Caso di studio: Roma, via Chianesi.....	132
3.5.1	Stato di fatto e alternative di sviluppo	133
3.5.2	Scenario Office	134
3.5.3	Scenario <i>Residential e Social Housing</i>	140
3.5.4	Strategia di dismissione	148
	Conclusioni e valutazioni personali	150
	Bibliografia.....	152

Indice delle tabelle

Tabella 1: Fondi italiani quotati e sconto sul NAV.....	43
Tabella 2: Fondi in gestione al 30 giugno 2011	62
Tabella 3: Classifica Scenari Immobiliari dei primi 20 fondi immobiliari italiani	62
Tabella 4: Sintesi dei dati principali di Tecla.....	65
Tabella 5: Allocazione dell'OMV in base alle fasce di scadenza dei canoni	67
Tabella 6: Patrimonio immobiliare di Tecla al 30 giugno 2011.....	68
Tabella 7: Fonti Istituzionali <i>office</i> via Alserio.....	101
Tabella 8: <i>Market rent</i> via Alserio	102
Tabella 9: <i>Assumptions office</i> via Alserio	103
Tabella 10: <i>Cash flows office</i> via Alserio	104
Tabella 11: <i>Sensitivity office</i> via Alserio.....	105
Tabella 12: <i>SWOT office</i> via Alserio.....	105
Tabella 13: Superfici <i>residential</i> via Alserio	107
Tabella 14: Fonti istituzionali <i>residential</i> via Alserio.....	108
Tabella 15: Listino <i>residential</i> via Alserio.....	109
Tabella 16: <i>Assumptions residential</i> via Alserio.....	110
Tabella 17: Piano vendite <i>residential</i> via Alserio	110
Tabella 18: Listino scontato e ALA	112
Tabella 19: <i>Sensitivity residential</i> via Alserio.....	112
Tabella 20: <i>Cash flows residential</i> via Alserio	114
Tabella 21: <i>SWOT Analysis residential</i> via Alserio	115
Tabella 22: Superfici <i>office</i> via Mezzenile.....	118
Tabella 23: Fonti istituzionali <i>office</i> via Mezzenile	119
Tabella 24: <i>Market Rent office</i> via Mezzenile	120
Tabella 25: <i>Assumptions office</i> via Mezzenile	121
Tabella 26: <i>Cash flows office</i> via Mezzenile.....	122
Tabella 27: <i>Sensitivity office</i> via Mezzenile.....	123
Tabella 28: <i>SWOT Analysis office</i> via Mezzenile	123
Tabella 29: Superfici <i>residential</i> via Mezzenile	126
Tabella 30: Fonti istituzionali <i>residential</i> via Mezzenile.....	126
Tabella 31: <i>Assumptions residential</i> via Mezzenile.....	128
Tabella 32: Piano vendite via Mezzenile	128
Tabella 33: <i>Sensitivity residential</i> via Mezzenile.....	130
Tabella 34: <i>Cash flows residential</i> via Mezzenile	131
Tabella 35: Superfici <i>office</i> via Chianesi	135
Tabella 36: Fonti istituzionali <i>office</i> via Chianesi.....	135
Tabella 37: <i>Market rent</i> via Chianesi.....	136
Tabella 38: <i>Assumptions office</i> via Chianesi.....	137
Tabella 39: <i>Cash flows office</i> via Chianesi	138
Tabella 40: <i>Sensitivity office</i> via Chianesi.....	139
Tabella 41: <i>SWOT office</i> via Chianesi	139
Tabella 42: Superfici <i>residential and social housing</i> via Chianesi	142
Tabella 43: Fonti istituzionali <i>residential and social housing</i> via Chianesi	142

Tabella 44: Listino <i>residential and social housing</i> via Chianesi	143
Tabella 45: Assumptions <i>residential and social housing</i> via Chianesi	144
Tabella 46: Piano vendite via Chianesi	144
Tabella 47: <i>Cash flows residential and social housing</i> via Chianesi	146
Tabella 48: <i>Sensitivity residential and social housing</i> via Chianesi	147
Tabella 49: <i>SWOT analysis residential and social housing</i> via Chianesi	147

Indice delle figure

Figura 1: Andamento dei prezzi dei comparti.....	6
Figura 2: Rendimento lordo dei comparti in Italia.....	7
Figura 3: Motivazioni sottostanti all'acquisto nel mercato <i>residential</i>	8
Figura 4: Modello dell'esagono.....	9
Figura 5: Attivo Fondo Tecla.....	28
Figura 6: Passivo Fondo Tecla.....	30
Figura 7: Conto economico di sintesi Fondo Tecla.....	32
Figura 8: Determinazione del risultato distribuibile	34
Figura 9: <i>Asset Allocation</i> Fondi Immobiliari italiani.....	42
Figura 10: Andamento dello sconto sul NAV dei fondi quotati italiani	44
Figura 11: Business model Gruppo Prelios.....	51
Figura 12: Organigramma aziendale Prelios SGR	58
Figura 13: Conto economico Prelios SGR	60
Figura 14: Distribuzione dell'OMV di Tecla per destinazione d'uso	66
Figura 15: Criteri di valorizzazione	74
Figura 16: Alternative di sviluppo e dismissione.....	82
Figura 17: Scenari e analisi di mercato	86
Figura 18: Distribuzione Capex	93
Figura 19: Rendering via Alserio <i>residential</i>	99
Figura 20: Superfici <i>office</i> via Alserio	100
Figura 21: <i>Rendering residential</i> via Alserio.....	106
Figura 22: <i>Rendering office</i> via Mezenile	118
Figura 23: <i>Rendering residential</i> via Mezenile	125
Figura 24: <i>Rendering office</i> via Chianesi.....	134
Figura 25: <i>Rendering residential and social housing</i> via Chianesi.....	141

ABSTRACT

L'elaborato, suddiviso in tre parti, si propone di calare il lettore gradualmente nell'argomento *core* della dissertazione: il processo di definizione delle strategie di dismissione del patrimonio immobiliare del fondo Tecla. La prima parte è dedicata al sistema Real Estate italiano e dei fondi immobiliari e rappresenta un'introduzione al macro-ambito necessaria per comprendere le dinamiche del settore e poter procedere nella comprensione delle parti successive.

La seconda parte descrive, il Gruppo Prelios, la Società di Gestione Risparmio ed i fondi in gestione. Nella parte finale del capitolo si entra nel dettaglio del fondo quotato Tecla illustrandone storia, caratteristiche, risultati e criticità correnti. Il fondo si trova nello stadio finale della propria esistenza e la SGR è attualmente impegnata nella gestione della fase dismissione del patrimonio immobiliare restante, con particolare attenzione ad alcune proprietà classificate come *value added*. Essendo stato attivamente coinvolto in questa fase di implementazione delle *exit strategies* ho deciso di esporre i progetti sui quali ho lavorato e le relative basi teoriche che vengono illustrate nell'ultimo capitolo della trattazione.

Con la terza parte si entra nello specifico ambito del processo di definizione delle strategie di dismissione e dei casi di studio. I progetti vengono anticipati dalla spiegazione dei fondamentali teorici per la valorizzazione degli *assets* immobiliari e dall'illustrazione delle principali strategie di uscita. Infine vengono trattati uno per uno i casi che ho seguito esponendo come la tematica della pianificazione della dismissione viene affrontata nella realtà.

INTRODUZIONE

Quando un investimento giunge allo stadio finale occorre pianificarne dettagliatamente la fase di dismissione, prevedendo tempi, ritorni attesi e amalgamando il tutto con i vincoli che le forze esterne impongono. La trattazione si occupa di una specifica tipologia di investimento: i beni immobili e di come vengono stabilite le strategie di dismissione per questo particolare tipo di bene, illustrando le basi teoriche e corredando il tutto con dei casi di studio.

L'elaborato prende spunto dalla mia recente esperienza di lavoro maturata in qualità di analista all'interno della SGR del Gruppo Prelios. Il tirocinio formativo, cominciato nell'aprile di quest'anno e conclusosi ad ottobre inoltrato, mi ha portato a piccoli passi ad una buona conoscenza del business e dei suoi strumenti tale da permettermi di realizzare un modello economico-finanziario per la valutazione dei ritorni attesi da diverse alternative di sviluppo di un immobile. Il modello, di cui la SGR non disponeva, si è poi rivelato utile come supporto decisionale per la definizione delle strategie di dismissione di diversi immobili *value added* del fondo quotato Tecla e pertanto sono stato coinvolto anche nelle fasi successive all'analisi economica.

L'esperienza lavorativa ha ricompreso anche numerose altre attività che non verranno approfondite nella presente trattazione ma che voglio sommariamente citare poiché tutte nell'insieme hanno contribuito alla mia formazione sul campo. Inizialmente c'è stata una fase di introduzione al business, nella quale ho preso dimestichezza con l'organizzazione della società e le attività svolte all'interno e all'esterno della SGR. Successivamente ho preso di confidenza con gli strumenti di lavoro di lavoro (pacchetto MS Office e sistemi IT aziendali) e i metodi analitici necessari all'operatività. Infine sono stato coinvolto attivamente in tutte le attività che la gestione di un fondo comporta, dal *business planning* ad i rapporti con gli attori interni ed esterni del Fondo.

Capitolo 1: IL SISTEMA ITALIANO DEL REAL ESTATE E I FONDI IMMOBILIARI

Il Real Estate in Italia è un sistema articolato e per comprenderlo occorre scorporarlo ed analizzarlo separatamente. Senza la pretesa di darne una visione omnicomprensiva si analizzano gli aspetti principali ovvero il mercato e le sue dinamiche, gli attori coinvolti ed in particolare i fondi immobiliari. Chiude il capitolo una *overview* del mercato in cui si fotografa lo stato attuale e si ipotizzano i *trend* futuri.

1.1 Il mercato immobiliare

Il mercato immobiliare è il luogo in cui si incontrano la domanda e l'offerta di beni immobiliari. Considerando il ciclo di vita di un bene immobile che consta di tre fasi principali, lo sviluppo, la fase di esercizio e la dismissione, è possibile individuare diversi mercati fra loro distinti per dinamiche ed attori. Tipicamente si identificano due tipi di mercato: quello primario, che comprende lo stadio di sviluppo dell'*asset* e coinvolge il settore delle costruzioni e quello secondario nel quale l'oggetto delle transazioni sono proprietà già ultimate.

1.1.1 Classificazione degli immobili: destinazione d'uso e *asset classes*¹

Il mercato immobiliare viene tipicamente suddiviso in segmenti composti da immobili omogenei per funzionalità. Tipicamente si suddivide l'intero mercato in cinque comparti identificati dalla destinazione d'uso dello stabile:

- **Residential:** comprende tutte le proprietà destinate all'uso abitativo, prime e seconde case.
- **Office:** sono tutti quegli edifici i cui spazi sono destinati ad ospitare lo svolgimento di attività impiegatizie e direzionali.
- **Retail:** trattasi di beni atti ad ospitare attività di tipo commerciale. Si usa suddividere ulteriormente questo segmento distinguendo gli stabili di grandi dimensioni, come quelli tipicamente adibiti alla grande distribuzione o a factory outlet, da quelli di dimensioni più modeste, che ospitano negozi o filiali. Esiste infine il segmento ibrido dei centri commerciali in quanto strutture di dimensioni importanti i cui spazi sono frazionati per ospitare i numerosi punti vendita di cui il centro è composto.
- **Industrial:** sono gli edifici destinati ad attività produttive, stoccaggio e logistica. Si usa suddividere i beni immobili appartenenti a questo comparto in due categorie: *light industrial* ed *heavy industrial* sulla base dell'impatto che le tecnologie e gli impianti installati hanno sullo stabile.
- **Specific use:** il segmento è molto ampio e vario e comprende tutte quelle categorie di strutture non comprese nei comparti sopracitati. In questo insieme troviamo quei beni con destinazione d'uso molto specifica come ospedali, caserme, multisale, strutture ricettive (alberghi e villaggi vacanze).

Un'altra classificazione prende in considerazione la condizione intrinseca e locativa dell'immobile, che come vedremo successivamente, influenza la logica

¹ Merola, F. (2004). *I fondi immobiliari. Uno strumento tra finanza e mattone: caratteristiche dell'investimento e tipologie di prodotto*. Il Sole 24 Ore.

d'investimento da effettuarsi sul bene stesso. Si distinguono quattro *asset classes* principali:

- ***Trophy asset:*** sono immobili di assoluto pregio da ogni punto di vista, si trovano in location esclusive (nelle vie principali delle grandi città), ospitano *tenants* di rilevanza internazionale e hanno caratteristiche architettoniche di eccezione. La destinazione d'uso è terziario (Office o Retail)
- ***Asset Core:*** sono immobili in ottimo stato manutentivo, presentano conduttori con contratti in scadenza prevalentemente nel lungo periodo e possono essere destinati agli usi più vari. Generalmente si trovano in zone prossime al centro storico o comunque in grandi città e possono presentare un tasso di *vacancy* minimo.
- ***Asset Core Plus:*** sono stabili in buono stato manutentivo ma con locatari i cui contratti prevedono una scadenza nel breve e che possono presentare superfici sfitte. Anche in questo caso la destinazione d'uso può variare.
- ***Asset Value Added:*** sono asset in stato manutentivo precario e necessitano di ristrutturazioni importanti, solitamente sono sfitti o comunque presentano un elevato tasso di *vacancy*.

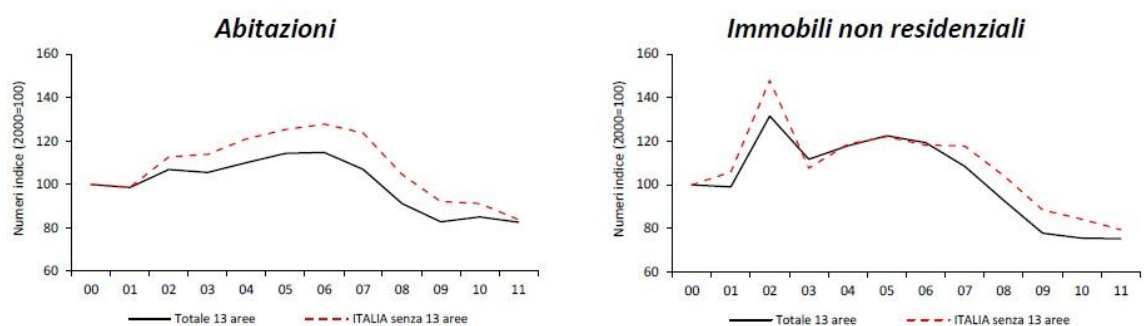
1.1.2 Le dinamiche dei comparti²

La *clusterizzazione* per comparti oltre a dare una panoramica delle funzionalità dei beni immobili presenti sul mercato consente anche di esprimere alcune considerazioni sui comparti e sulle loro differenze. Difatti il mercato immobiliare può avere dinamiche anche molto differenti a seconda del cluster considerato ed il valore di uno spazio non può prescindere dalla sua destinazione d'uso.

² Borghi, A. (2009). *Finanza immobiliare. Il mercato, la valutazione, gli strumenti e le tecniche di finanziamento*. EGEA.

Andamento dei comparti

Una prima considerazione è che i diversi comparti hanno mostrato nei vari cicli immobiliari (intesi come il lasso di tempo compreso fra due momenti di quotazione massimi) andamenti differenti, soprattutto quello residenziale rispetto a tutti gli altri. La diversa performance è dovuta ad innumerevoli fattori il primo dei quali è l’impatto che hanno le condizioni macroeconomiche. A titolo di esempio se solitamente i segmenti diversi dal *residential* sono direttamente correlati all’andamento generale dell’economia, sul comparto residenziale impatta anche una componente anticiclica legata al comportamento dei piccoli risparmiatori che in fasi recessive prediligono investimenti sul mattone. Queste ed altre cause determinano *trend* differenti come mostra il grafico sottostante e in definitiva impongono analisi separate dei vari comparti.



Fonte: Nomisma su dati Istat.

Figura 1: Andamento dei prezzi dei comparti

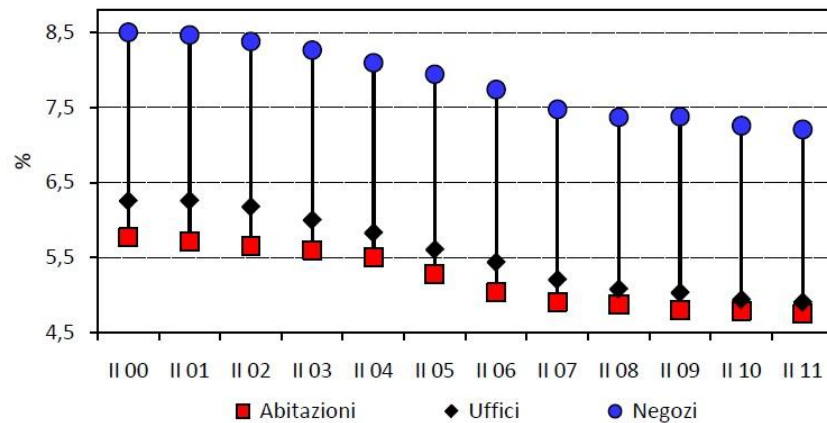
Valorizzazione e rendimento degli asset nei comparti

Fino agli anni novanta del secolo scorso l’approccio alla determinazione del valore presupponeva che l’immobile avesse un valore “intrinseco” e non si considerava, o comunque aveva un’importanza marginale, la capacità del bene di produrre ricchezza. Di conseguenza la valorizzazione si otteneva moltiplicando il numero di metri quadri per il prezzo medio di mercato calcolato con dei *comparables*. Successivamente sono state introdotte delle tecniche basate sui redditi prodotti dall’immobile nel tempo e che tengono in considerazione i ricavi e i costi generati

dalla proprietà su diversi periodi. Tali metodologie reddituali si basano sulla formula generale:

$$Value = \frac{Reddito}{Cap Rate}$$

La metodologia ottimale di stima del *fair value* varia da un *cluster* ad un altro pur mantenendo sempre una logica di fondo di tipo reddituale. Solitamente il reddito è garantito dai canoni di locazione che i conduttori pagano alla proprietà per l'utilizzo delle superfici e il *cap rate* rappresenta il rendimento, o *yield*, atteso sul capitale investito. Per ogni comparto è possibile individuare un *range* di *cap rate* che rappresentano i rendimenti che ci si potrà aspettare da un'immobile appartenente a quella specifica classe di destinazione d'uso. Le aspettative di reddito sono inoltre strettamente legate all'incertezza o rischio dell'investimento che è determinato principalmente dal potere contrattuale dei conduttori e dalla facilità di alienazione dell'*asset*.



Fonte: Nomisma.

Figura 2: Rendimento lordo dei comparti in Italia

Come riporta il grafico soprastante i vari comparti hanno rendimenti differenti. Gli immobili ad uso commerciale sono quelli che garantiscono i rendimenti maggiori a

scapito di un rischio più elevato dell'investimento mentre uffici ed abitazioni garantiscono profitti e incertezze minori.

Variabili da monitorare nei comparti

La motivazione sottostante all'acquisto di un'asset immobiliare produce delle rilevanti differenze fra le dinamiche del comparto *residential* e tutti gli altri. Difatti un immobile a destinazione d'uso abitativa viene nella maggior parte dei casi, come mostra il grafico sottostante, comprato per essere utilizzato direttamente dall'acquirente mentre uno stabile adibito ad uffici viene solitamente detenuto per la sua capacità di produrre reddito. Le due logiche di acquisto implicano che le variabili da monitorare per comprendere le dinamiche del mercato immobiliare sono differenti a seconda del comparto oggetto di analisi.



Figura 3: Motivazioni sottostanti all'acquisto nel mercato *residential*

Nel settore *residential* solitamente si considerano quattro indicatori principali:

- **Andamento dei prezzi per metro quadro**
- **Numero delle transazioni:** è un indicatore della vivacità del mercato ed essendo le abitazioni dei beni immobili il cui passaggio di proprietà è soggetto a registrazione, si tratta di un dato certo e pubblico.

-
- **Sconto:** tra prezzo richiesto e prezzo finale di vendita, ovvero lo scostamento tra le aspettative del venditore ed il prezzo finale frutto della negoziazione.
 - **Tempo medio di esposizione:** della proprietà sul mercato, ovvero il periodo intercorrente fra la messa in vendita dell'*asset* ed il realizzo, è anche questo un indicatore di vivacità del mercato.

Le variazioni degli indicatori sono interdipendenti e da un'analisi del loro andamento nel breve periodo è possibile identificare la fase del mercato in cui si trova il comparto e trarne conclusioni sulle dinamiche future più probabili. Solitamente si identificano sei stadi nel comparto residenziale che in linea di principio si alternano in sequenza e ciclicamente. Le fasi formano il cosiddetto ciclo immobiliare che viene illustrato con il modello dell'esagono: le fasi sono rappresentate dai lati di un esagono raffigurato su di grafico cartesiano in cui troviamo sull'asse delle ordinate i prezzi e su quello delle ascisse il numero di transazioni.

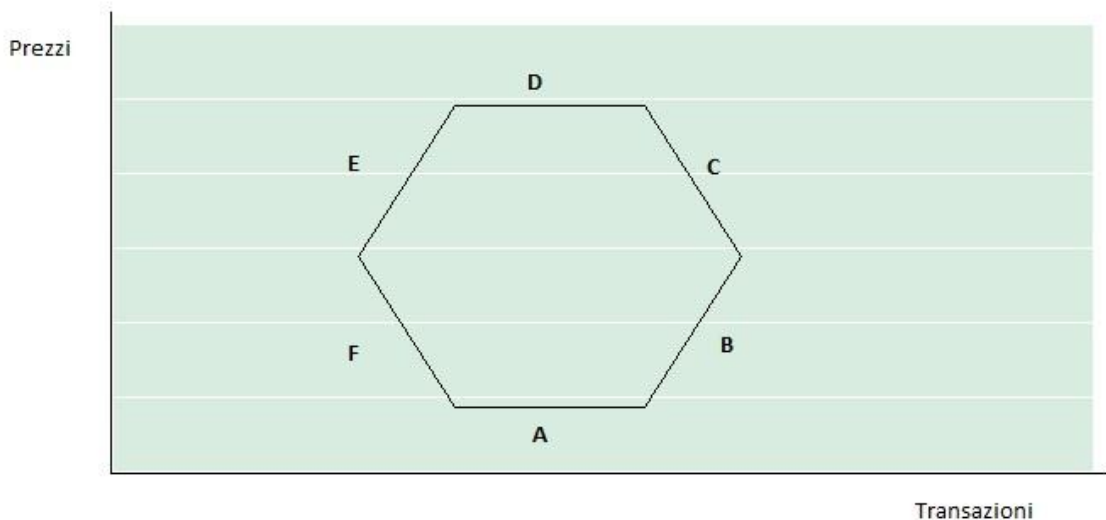


Figura 4: Modello dell'esagono

Specificando che il modello rappresenta solo una chiave di lettura semplificata del ciclo immobiliare e che alcuni cicli hanno saltato completamente delle fasi si distinguono i diversi periodi:

- **Fase A:** il numero di transazioni incrementa ma i prezzi restano stabili, nel mercato c'è liquidità e la domanda è soddisfatta.

-
- **Fase B:** è il momento più effervescente del mercato. I prezzi cominciano a salire ed incrementano anche le transazioni. La domanda è superiore all'offerta e gli speculatori si affacciano sul mercato conseguendo guadagni sul breve periodo.
 - **Fase C:** Le transazioni cominciano a calare nonostante l'aumento dei prezzi. Sull'onda dell'euforia innescata dalla fase precedente si affacciano sul mercato i cosiddetti *followers* ovvero investitori non professionali alla ricerca di facili guadagni.
 - **Fase D:** le aspettative sul mercato nel breve-medio termine diventano negative e la domanda decremента ulteriormente. I prezzi invece restano pressoché costanti: ci si trova nel periodo di stagnazione.
 - **Fase E:** è il periodo più negativo del mercato. Contemporaneamente ad una variazione negativa delle transazioni si assiste al decremento dei prezzi. Questa fase vede solitamente l'ingresso sul mercato di operatori professionisti, i *vulture fund*, che avendo una maggiore comprensione delle dinamiche del mercato immobiliare decidono di investire acquistando le proprietà dei soggetti più in difficoltà.
 - **Fase F:** nonostante il continuo calo dei prezzi si comincia ad avere una ripresa delle compravendite. È segno che il mercato dovrebbe riprendersi e si affacciano sul mercato i *first movers* che scommettono sulla ripresa del ciclo.

Per gli altri comparti del mercato in cui l'immobile viene valutato per la sua capacità di produrre reddito gli indicatori da tenere sotto osservazione sono:

- **Andamento dei canoni di locazione:** vengono espressi in euro/sqm all'anno
- **Cap Rate o tasso di capitalizzazione:** come anticipato è il rapporto fra il reddito prodotto dall'investimento e il capitale
- **Tasso di *vacancy*:** percentuale di spazi sfitti sul totale è una misura del potere contrattuale dei potenziali conduttori. Maggiore è il tasso di superfici libere e maggiori saranno le alternative per inquilino.

-
- **Tempo medio di riaffitto:** tempo che intercorre fra l'offerta degli spazi sul mercato e la loro locazione.

Il mercato degli altri comparti a differenza del residenziale è influenzato anche da logiche macro-economiche come l'andamento dei tassi di interesse. Difatti un investitore istituzionale prima di affacciarsi sul mercato confronta il *cap rate* dell'investimento o del *pool* di investimenti con i tassi di mercato correnti.

1.1.3 Attori del mercato

Nel mercato immobiliare agiscono numerosi *player* con modelli di business molto differenti, di conseguenza è difficile fare una classificazione degli operatori. Senza la pretesa di fornire una classificazione omnicomprensiva distinguiamo cinque categorie di modelli di business che nel mercato immobiliare sono i prevalenti:

- Developer
- Property Company
- Property Management Company
- Fondi Immobiliari
- Service Providers

I *developer* investono nel mercato primario, mentre le *Property Company*, le *Property Management Company* e i fondi immobiliari operano sul mercato secondario. I *service providers* sono invece delle imprese attive nei servizi immobiliari e che quindi erogano prestazioni a tutti gli altri *player*.

Developer

Il *core business* dei *developer* è la valorizzazione di aree inedificate e/o di proprietà dismesse tramite progetti di sviluppo. La creazione di valore segue un processo che inizia con l'acquisto della proprietà, prosegue con il suo sviluppo e termina con la vendita. Gli sviluppatori agiscono soprattutto sul mercato primario ma possono anche

essere dei player in quello secondario quando effettuano interventi di ristrutturazione o riconversione.

Alcuni esempi di *developeper* sono il gruppo italiano Risanamento piuttosto che grandi costruttori come il gruppo Ligresti, il gruppo Morganti o il gruppo Caltagirone.

Property Company

Le *property companies* agiscono solitamente sul mercato secondario anche se non è escluso che perseguano progetti di sviluppo di aree non edificate. Il *core business* è la valorizzazione delle proprietà in portafoglio nel medio lungo termine e i ricavi prodotti dalla gestione sono essenzialmente due: gli introiti prodotti dal patrimonio immobiliare in locazione e le plusvalenze generate nell'attività di vendita degli *asset*.

La forma societaria è quella delle società di capitali, quindi società per azioni o a responsabilità limitata, e possono quotarsi in borsa nella forma di SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotata) come ad esempio Beni Stabili o IGD (Immobiliare Grande Distribuzione).

Una *property company* in Italia acquisisce il proprio patrimonio immobiliare essenzialmente da tre fonti di approvvigionamento:

- L'acquisto di beni nuovi da parte dei *developepers*
- Dalle *single asset transactions*, ovvero comprano immobili da altre società o fondi che sono intenzionati alla dismissione della proprietà o di un insieme di proprietà
- Le dismissioni di grandi gruppi industriali, enti statali e territoriali, istituti di previdenza sociale, banche e assicurazioni che cedono parte dei propri *asset* in blocco. Solitamente queste transazioni prevedono la negoziazione di un pacchetto di beni all'interno del quale possono esserci sia immobili di pregio corrispondenti all'usuale *asset allocation* della *property company* che immobili critici, magari sfitti e/o in pessime condizioni manutentive. Questa circostanza attiva una politica di gestione detta di *trading* che si pone come obiettivo quello di massimizzare la rendita del gruppo di *asset* di minor

pregio vendendoli separatamente quando le condizioni di mercato permettono un buon ritorno sull'operazione.

Property Management Company

Il modello di business delle *property management company* è basato sulla generazione di ricavi da due punti di vista: la gestione dei patrimoni immobiliari e l'erogazione dei servizi connessi alla gestione dei portafogli. Generalmente si hanno una o più strutture, spesso in *joint venture* con altri investitori, che detengono il patrimonio immobiliare e la loro gestione genera reddito attraverso i canoni e le plusvalenze dalle vendite. Sempre all'interno dello stesso gruppo sono presenti altre società che erogano i servizi alle strutture di *asset management* e che quindi a loro volta generano degli introiti dovuti ai servizi prestati.

Anche le *property management companies* sono attive prevalentemente sul mercato secondario ma talvolta possono anche investire sullo sviluppo di aree non edificate. Un esempio di questo modello di business lo vedremo successivamente con la descrizione del gruppo Prelios S.p.A..

1.2 I fondi immobiliari

Un Fondo Immobiliare è un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) che investe il proprio patrimonio prevalentemente in proprietà immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e in diritti reali immobiliari. L'attivo del Fondo viene gestito in monte dalla Società di Gestione Risparmio (SGR) ed è suddiviso in quote detenute dai Partecipanti.

Lo strumento di investimento collettivo esiste dal 1994 ma è dalla fine del 2003 comincia ad avere un notevole successo grazie all'introduzione di un regime fiscale agevolato che rende i fondi Real Estate esenti da qualsiasi imposizione.

Un'altra ragione dell'affermazione è da ricercarsi nell'opportunità offerta agli investitori potenziali che possono impegnarsi indirettamente sul mercato del Real Estate. Difatti rispetto all'acquisto diretto di un bene immobile l'acquisizione di quote di un Fondo permette di poter investire un capitale inferiore e garantisce una

riduzione del rischio dovuto alla ripartizione del patrimonio su più unità. Altri vantaggi sono sicuramente la maggiore liquidità, soprattutto nel caso in cui lo strumento finanziario sia quotato, e i costi di gestione inferiori effetto delle economie di scala conseguibili da un attore che amministra un portafoglio ampio.

Infine i fondi immobiliari devono la propria affermazione sul mercato dei capitali non solo ai vantaggi intrinseci che offrono ma anche alle condizioni favorevoli del mercato Real Estate che per anni ha sempre registrato variazioni positive consentendo elevati profitti a qualunque operatore, professionista e non, che si affacciasse sul mercato.

Il Fondo deve essere dotato di un'adeguata struttura di *corporate governance* tesa a garantire una gestione sana, prudente e professionale degli investimenti ed è composta da diversi organi (Assemblea dei Partecipanti, Comitato Consultivo e struttura organizzativa della SGR) che verranno approfonditi successivamente. A Banca d'Italia e CONSOB sono invece demandate le attività di vigilanza sulla gestione e parte dei controlli sono di competenza della Banca Depositaria.

Nei prossimi paragrafi si approfondisce l'argomento partendo da una classificazione dei fondi per poi entrare nello specifico degli attori interni ed esterni ed arrivare a trattare del bilancio e degli indicatori rilevanti utilizzati per comprenderne le prestazioni economico-finanziarie. L'ultima parte approfondisce il quadro normativo e il regime fiscale alle quali queste forme di investimento sono soggetti.

Prima di procedere nella trattazione è necessario approfondire un'ultima tematica rilevante: il Regolamento. Il Regolamento è quel documento che fissa le regole e le caratteristiche generali del Fondo, disciplina i diritti e i doveri degli attori del Fondo e in ultima analisi rappresenta uno strumento di trasparenza a tutela degli investitori. Solitamente le parti presenti nel Regolamento sono:

- Denominazione, tipologia e durata del Fondo
- Composizione dell'attivo
- Società di Gestione Risparmio e Banca Depositaria

-
- Scopo del Fondo e politiche di investimento e relative deleghe
 - Gestione delle operazioni in conflitto di interesse
 - Politiche di distribuzione dei profitti generati dalla gestione
 - Costi di competenza del Fondo, della SGR e dei Partecipanti
 - Modalità di calcolo della remunerazione della SGR (*fee* ordinaria e *success fee* dovuta in caso di raggiungimento di predeterminati obiettivi di efficienza)
 - Soggetti coinvolti nella gestione
 - Funzionamento del Comitato Consultivo
 - Funzionamento dell'Assemblea dei partecipanti
 - Modalità di sostituzione della SGR
 - Regolamento dei rapporti con Esperti Indipendenti ed Enti Finanziatori
 - Modalità di partecipazione (sottoscrizione delle quote e/o apporto di immobili)
 - Modalità e procedure di liquidazione del Fondo e relative politiche di distribuzione dei profitti
 - Modalità di calcolo degli indicatori del Fondo, del valore nominale delle quote e di altri parametri
 - Leggi e normative vigenti
 - Ogni altro punto ritenuto significativo

Il Regolamento viene deliberato in prima istanza dal Consiglio di Amministrazione della SGR e successivamente deve essere approvato dalla Banca d'Italia.

1.2.1 Classificazione dei fondi immobiliari

Di seguito si fornisce una classificazione dei Fondi Real Estate che possono essere distinti secondo differenti approcci:

- Modalità di sottoscrizione
- Modalità di costituzione
- Destinatari delle quote
- Soggetto gestore
- Stile di gestione

Modalità di sottoscrizione

Dal punto di vista della modalità di sottoscrizione è possibile suddividere i fondi in due macro-categorie: i fondi chiusi e i fondi semi-chiusi. I primi prevedono l'emissione delle quote solo alla costituzione ed il rimborso delle stesse solo a scadenza oppure in periodi predeterminati. La tipologia semichiusa consente emissioni di quote successive alla data di istituzione del fondo e contestualmente alle nuove emissioni è possibile richiedere il rimborso del capitale nei termini previsti dal regolamento del fondo.

Modalità di costituzione

Una seconda classificazione dei fondi Real Estate può essere fatta sulla base della modalità di costituzione. Si distinguono tre categorie: i fondi a sottoscrizione o *Blind Pool*, i fondi ad apporto e le forme miste. I primi presumono una raccolta diretta del capitale degli investitori i quali a fronte del versamento riceveranno in contropartita un numero di quote proporzionale al proprio contributo al fondo. Ovviamente la sottoscrizione delle quota è sempre legata ad un piano degli investimenti nel quale vengono illustrati gli impieghi del capitale. I fondi ad apporto prevedono invece che i soggetti apportanti conferiscano i propri *assets*, sotto forma di immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari, e ricevono in cambio un numero

di quote proporzionale ai beni conferiti. Esistono anche forme miste in cui una parte delle quote vengono sottoscritte e la restante viene emessa ai soggetti apportanti.

Destinatari delle quote

Questa classificazione suddivide l'offerta dal punto di vista dell'investitore in due categorie i fondi *retail* ed i fondi riservati. I *retail* sono accessibili indistintamente a qualsiasi tipo di investitore, dai piccoli risparmiatori agli investitori istituzionali. Questo *cluster* è certamente quello più tutelato dal legislatore in quanto rivolto anche al vasto pubblico. I fondi riservati sono invece destinati agli investitori istituzionali ed a tutti quei soggetti economici che sono in possesso dei requisiti dimensionali e delle competenze professionali atti a renderli degli operatori qualificati. Un investitore istituzionale è una entità economica che effettua considerevoli investimenti in maniera sistematica e cumulativa, a titolo di esempio banche, assicurazioni, SIM (Società di Intermediazione Mobiliare), SGR (Società di Gestione Risparmio), OICR come i fondi pensione o di investimento, holding finanziarie ed alcuni enti pubblici territoriali abilitati.

La categoria dei fondi riservati si può suddividere ulteriormente in due *cluster*: i fondi riservati ordinari e quelli speculativi. Le differenze sono a livello di vincoli sia sulla composizione dell'attivo che sulla composizione del passivo. Gli ordinari hanno un limite di indebitamento pari al 60% del valore degli asset e per legge possono investire il proprio attivo esclusivamente in immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari. I fondi speculativi invece non presentano alcun limite nell'utilizzo della leva finanziaria e nell'impiego dei capitali. Infine non possono emettere più di duecento quote e il valore nominale minimo di ogni quota è fissato in 500.000 euro.

Soggetto gestore

La differenziazione è fra SGR ordinarie ed SGR speculative e deriva direttamente dalla classificazione precedente. Le SGR accreditate come ordinarie possono gestire esclusivamente fondi ordinari mentre quelle speculative non hanno alcuna limitazione sugli strumenti finanziari gestiti.

Stile di gestione

Lo stile di gestione è relativo alle tipologie di investimenti effettuati e al rischio ad essi connesso. Si distinguono quattro tipologie di fondi sulla base della composizione del portafoglio di immobili:

- **Fondi Core:** sono i fondi meno rischiosi, impiegano il proprio attivo in *assets* in ottime condizioni di manutenzione e locate a *tenants* con contratti in scadenza nel lungo periodo oppure in *trophy assets*. La minore rischiosità di questi fondi implica conseguente anche un minore rendimento dell'investimento.
- **Fondi Core Plus:** sono leggermente più rischiosi e hanno portafogli composti da immobili in buone condizioni ma che possono essere parzialmente sfitti o comunque locati a conduttori con contratti in scadenza del breve.
- **Fondi Value Added:** sono fondi che investono su proprietà vuote che necessitano di interventi di importanti ed eventualmente anche un cambio della destinazione d'uso. Sono un tipo di investimento più rischioso ma che può garantire rendimenti elevati.
- **Fondi Opportunistic:** impiegano il patrimonio in operazioni di sviluppo, trading e operazioni di frazionamento. Sono lo stile di gestione più rischioso ma anche più redditizio.

La classificazione per stili di gestione vuole essere una chiave di lettura delle logiche di investimento di un fondo e si riferisce alla composizione prevalente dell'attivo. Possono esistere, e in realtà sono la maggior parte, degli stili di gestione mista. A titolo di esempio il portafoglio immobili di un fondo core, soprattutto in prossimità della scadenza, potrebbe avere al suo interno anche *assets* di tipo *value added* che si sono deteriorati e sono stati soggetti al rilascio degli spazi da parte degli inquilini.

1.2.2 Gli attori di un fondo immobiliare³

Un fondo immobiliare interagisce con una serie di attori che è possibile distinguere in due categorie: i soggetti *core* e i soggetti esterni. I soggetti core sono attivamente coinvolti nella gestione del Fondo e sono:

- La Società di Gestione Risparmio (SGR)
- Il Comitato Consultivo
- L'Assemblea dei Partecipanti
- La Commissione per gli Investimenti

Nell'insieme gli attori *core* sono responsabili del buon funzionamento del Fondo.

I soggetti esterni sono rappresentati da quei player che sono coinvolti indirettamente nella gestione o che hanno funzioni di vigilanza sulla gestione:

- Le Autorità di vigilanza (CONSOB E Banca d'Italia)
- Gli Esperti Indipendenti
- La Banca Depositaria
- Le Banche Finanziatrici
- I *Service Providers* (Agency per locazioni e vendite e strutture di Facility, Project, Property e Asset Management)

Di seguito approfondiamo singolarmente i singoli attori illustrandone le caratteristiche e le funzioni più importanti.

La società di gestione risparmio

La Società di Gestione Risparmio è una Società per Azioni di diritto Italiano che per prestare l'attività di gestione di uno o più fondi deve essere autorizzata, previo parere

³ Hoesli, M., & Morri, G. (2010). *L'investimento immobiliare. Mercato, valutazioni, rischio e portafoglio*. Hoepli.

della Consob, dalla Banca d'Italia. Le Società di Gestione Risparmio operano in Italia in esclusiva in quanto la possibilità di istituire e gestire fondi di diritto italiano non è consentita a nessun soggetto sia esso una SGR estera od un altro tipo di società operante sul territorio nazionale.

La Banca d'Italia concede l'autorizzazione quando, a seguito di una verifica sulle informazioni disponibili e la documentazione richiesta, risulta che la SGR è in grado di garantire una "sana e prudente gestione" dei fondi. I principali requisiti oggettivi necessari alla licenza sono:

- La SGR deve disporre di un capitale sociale minimo iniziale, interamente versato di almeno un milione di euro.
- I soggetti che curano la gestione, l'amministrazione e la supervisione del Fondo devono essere in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.
- I quotisti devono essere in possesso dei medesimi requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dal Ministero.
- La struttura del Gruppo al quale la SGR appartiene non deve essere tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa da parte di Consob e Banca d'Italia.
- La comunicazione alla Banca d'Italia del programma di attività che dia conto della strategia della SGR e che sia congruo alla struttura organizzativa adottata.

La struttura organizzativa di una SGR deve essere adatta a garantire una gestione professionale, sana e prudente del fondo. Per assolvere a tali compiti solitamente l'organizzazione interna della società prevede:

- **Consiglio di Amministrazione:** a tale organo competono le attività di maggiore rilevanza a livello di gestione e istituzione dei fondi nonché le scelte di indirizzo strategico. A titolo di esempio: le vendite e gli acquisti di unità immobiliari con prezzi superiori a certi livelli predeterminati,

l'accettazione di contratti e forniture verso *outsourcer* al di sopra di una certa soglia, la sottoscrizione dei contratti di finanziamento con le banche ecc...

- **Comitato Investimenti:** è un organo composto da amministratori indipendenti e ha lo scopo di valutare le proposte di investimento prima che siano presentate al CDA.
- **Amministrazione, finanza e controllo:** esplica tutte le operazioni di carattere amministrativo e burocratico connesse alla gestione dei fondi.
- **Funzione di Risk Management:** è una funzione con competenze specifiche che ha l'onere di monitorare le diverse variabili di rischio connesse agli investimenti immobiliari presi singolarmente e nel complesso.
- **Controllo Interno:** è preposto alla verifica delle idoneità delle procedure interne e al rispetto delle stesse in conformità a quanto stabilito dalla legge e dal codice interno di comportamento. La funzione di Controllo Interno deve trovarsi in condizioni di assoluta indipendenza ed autonomia e risponde direttamente al CDA.
- **Fund Manager:** è responsabile della gestione operativa del fondo e risponde direttamente al CDA. Molto spesso un *fund manager* gestisce più di un fondo.

La remunerazione della SGR è stabilita nel regolamento e di solito è la somma di una componente fissa ed una variabile. La tariffa fissa viene calcolata in base ad indicatori patrimoniali, come il costo storico del patrimonio gestito, mentre la parte variabile, detta *success fee*, è corrisposta nel caso di raggiungimento di predeterminati obiettivi di rendimento del fondo.

Il Comitato Consultivo

Il Comitato Consultivo è un organo collegiale eletto dall'assemblea dei partecipanti in base alle modalità previste dal Regolamento. E' composto da almeno tre membri di consolidata esperienza in ambito finanziario o Real Estate oppure professionisti

operanti nei medesimi ambiti. I componenti rimangono in carica per un periodo stabilito dal Regolamento, di norma superiore a due anni, e possono essere rieletti.

Il Comitato si esprime tramite delibere che possono essere sia vincolanti che consultivi. In questo secondo caso la SGR dovrà tenere conto del parere discordante dell'organo che in ultima analisi rappresenta i quotisti. Il Regolamento stabilisce su quali tematiche è chiamato a deliberare il Comitato Consultivo e l'accezione del parere, se consultivo o vincolante. Di norma gli argomenti sui quali i membri chiamati a esprimersi sono:

- Operazioni in conflitto di interesse
- Acquisizioni o dismissioni per importi pari o superiori ad una soglia prefissata
- Importanti investimenti in ristrutturazioni o riconversioni
- Approvazione del Business Plan semestrale o annuale
- Proposte di *equity injection*
- Proposte di modifica del Regolamento
- Proposte di modifica al contratto di finanziamento
- Proposte di liquidazione anticipata del fondo
- Nomina o revoca del mandato con gli Esperti Indipendenti

Nel caso in cui il management diverga dalle posizioni del Comitato e decida di agire diversamente deve presentare una dichiarazione scritta delle motivazioni sottostanti alla scelta e si aggrava di tutte le responsabilità delle azioni che verranno successivamente intraprese.

L'organo è convocato dalla SGR e sono possibili da Regolamento dei vincoli al numero di convocazioni minime annuali.

L'Assemblea dei Quotisti

I partecipanti al fondo si riuniscono nell'Assemblea dei Quotisti che si tratta di un organo collegiale nel quale gli investitori deliberano con diritto proporzionale al numero di quote possedute. Le materie più importanti sulle quali l'assemblea è chiamata a decidere sono la modifica delle politiche di gestione, la sostituzione della Società di Gestione e la scelta di una nuova SGR, la liquidazione anticipata del Fondo e la nomina del Comitato Consultivo.

L'Assemblea dei Partecipanti è convocata dal Consiglio di Amministrazione della SGR oppure se ne fanno richiesta i titolari di almeno il 10% delle quote. Le risoluzioni sono approvate se supportate dal 50% più uno delle quote e sono nel caso di raggiungimento del *quorum*, fissato nel 30% dei titoli di partecipazione al fondo.

Le Autorità di Vigilanza: Consob e Banca d'Italia

Le autorità di regolamentazione e vigilanza in materia di fondi immobiliari sono la Consob e la Banca d'Italia. La Banca d'Italia autorizza la SGR a svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio ed approva il Regolamenti dei fondi. La vigilanza riguarda soprattutto la gestione del rischio e nello svolgimento degli accertamenti l'*authority* può richiedere alla SGR informazioni presenti in atti e documentazioni che devono essere resi disponibili dalla società. Infine la Banca ha potere ispettivo sulla Società di Gestione allo scopo di verificare che sussistano le condizioni atte a garantire una sana e prudente gestione dei fondi.

La Consob si concentra maggiormente sulle verifiche riguardanti la trasparenza e la correttezza informativa adottate dalla SGR nella gestione. Le due autorità operano in stretta coordinazione scambiandosi le informazioni necessarie allo svolgimento delle rispettive attività.

Gli Esperti Indipendenti

Sono società esterne alla SGR che hanno il compito di stabilire il valore di mercato dei beni presenti nel patrimonio del fondo. Gli Esperti Indipendenti sono nominati dal CDA sentito il Comitato Consultivo, che in merito può avere sia parere

vincolante che consultivo, e per legge non possono svolgere l'attività valutativa sullo stesso fondo per più di sei anni consecutivi.

L'attività di stima stimare viene effettuata con cadenza trimestrale o semestrale, sempre in accordo con il Regolamento, e la metodologia di valutazione è descritta nel mandato tra il fondo e l'Esperto Indipendente. La SGR collabora con la società esterna fornendo tutti le informazioni richieste, generalmente le *due diligence* e la situazione locativa degli immobili. L'Esperto in genere esegue un'analisi desk della documentazione ed esprime il proprio parere circa il valore del portafogli solo a seguito di una *site visit*, ovvero una ispezione dell'immobile e della zona limitrofa.

La Banca Depositaria

La banca depositaria è incaricata della custodia degli strumenti finanziari e della liquidità detenuta dal fondo in accordo con quanto stabilito con gli altri attori. In particolare è possibile che esistano dei vincoli sulle disponibilità liquide del fondo (solitamente sotto forma di pegni previsti dai contratti di finanziamento) e la Banca vigila sul corretto utilizzo dei diversi conti correnti. Un altro importante compito è il presidio delle procedure di acquisto e vendita delle quote e del calcolo del valore delle quote stesse.

L'attore esterno deve essere una banca di diritto italiano oppure la filiale italiana di una banca appartenente ad uno dei paesi dell'Unione Europea che risponda a determinati requisiti in termini di esperienza e professionalità degli amministratori, di volumi di *asset* gestiti e di congruità della struttura organizzativa che deve garantire un'efficiente gestione del business. I requisiti richiesti sono verificati e monitorati da parte della Banca d'Italia.

Le Banche Finanziatrici

Per la costituzione del patrimonio il fondo fa solitamente ricorso alla leva finanziaria che permette un miglioramento della *performance* del capitale investito nel caso in cui il rendimento del fondo sia superiore al tasso di interesse corrisposto per il finanziamento. La liquidità necessaria può essere erogata da una o più banche ed il rapporto fra le parti è regolato dai termini previsti dal contratto di finanziamento o

facility agreement. Nel caso in cui vi siano più finanziatori una banca assume il ruolo di Banca Agente e supervisiona per conto delle altre il rispetto delle condizioni previste dall'accordo.

Contestualmente al finanziamento viene sottoscritto dalle parti l'atto di ipoteca sugli immobili che sono oggetto del finanziamento nell'operazione. L'atto non pregiudica il possesso dei beni da parte del fondo qualora le condizioni contrattuali del finanziamento vengano rispettate.

Il *facility agreement* norma tutti i rapporti fra le parti ed in particolare gli oneri passivi e le modalità di restituzione del debito. Gli interessi passivi sono solitamente calcolati ad un tasso variabile, tipicamente l'Euribor più uno spread. Per quanto riguarda i termini di rientro dal prestito le condizioni possono variare sensibilmente da fondo a fondo e la trattazione della tematica esula dagli obiettivi di questo elaborato. Come regola generale gli accordi prevedono ad ogni vendita di un bene finanziato la restituzione di una parte pari al 100% più una determinata percentuale detta *release* della quota parte del debito allocato sull'*asset* alienato. In altre parole quando il fondo procede alla dismissione di un *asset* restituisce alle banche il $(100 + \textit{release})\%$ dell'ALA (*Allocated Loan Amount*), ovvero la porzione di debito soprastante all'immobile.

Il *financing* potrebbe comprendere due linee di credito, una per l'acquisizione del portafoglio *asset* e l'altra per il finanziamento delle spese in conto capitale dovute alla manutenzione straordinaria effettuata sulle proprietà.

I Service Providers

E' possibile identificare alcuni processi che sono propedeutici alla gestione dei fondi e la SGR può decidere sia di svolgerli internamente o, come succede in molti casi, di esternalizzare a terzi. Un fornitore esterno difatti può svolgere i compiti a livelli di attività tali da innestare economie di scale ed apprendimento tali da rendere il servizio molto più efficiente ed efficace. Inoltre la SGR potrebbe concentrarsi maggiormente sul proprio core business e variabilizzare i costi connessi ai servizi. E'

dunque possibile che la Società di Gestione si interfacci uno o più *outsourcer* che si distinguono in strutture di:

- ***Property Management:*** presidiano lo svolgimento di tutte le attività amministrative, burocratiche e tecniche connesse alla gestione del patrimonio immobiliare. I costi connessi al servizio sono a carico del fondo e solitamente la *fee* dovuta è calcolata sull'insieme dei canoni dovuti dai conduttori.
- ***Facility Management:*** il parco immobili necessita di una struttura dedicata alla supervisione continua delle condizioni degli stabili e tale attività viene svolta dal personale della società di Facility Management, in particolare dai *building manager*. Questa figura professionale coadiuva la SGR nella programmazione degli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria, e nel caso vengano intrapresi dei lavori sullo stabile, supervisiona il cantiere per conto della proprietà. Infine il *building manager* ha anche la funzione di raccordo fra i conduttori dei locali e il fondo gestendo le richieste degli inquilini e portando a conoscenza della proprietà le eventuali istanze dei conduttori. Anche in questo caso la spesa è a carico del fondo e può essere fissa oppure calcolata in funzione di elementi variabili come l'ammontare dei costi di manutenzione o il monte canoni.
- ***Project Management:*** si occupano della progettazione e dello sviluppo di nuove proprietà o dei progetti di ristrutturazione o riconversione degli stabili usati di pertinenza del fondo. La remunerazione dei servizi di *project management* è solitamente calcolata sul valore del progetto ed è quindi una percentuale che può variare dal 3% all'8% dell'importo della progettazione delle opere, del costo dei lavori e delle altre spese connesse all'operazione.
- ***Agency:*** il fondo può avvalersi di strutture esterne per le operazioni connesse alla vendita e alla locazione degli immobili. Le società di Agency operano per conto del fondo e hanno l'obiettivo di ricercare potenziali acquirenti nel caso in cui si preveda la vendita dell'asset e/o *tenants* interessati ad prendere in locazione gli spazi. Nel caso in cui si proceda all'alienazione del bene il fornitore dei servizi di agenzia viene ricompensato in base ad una percentuale

del valore di vendita solitamente suddiviso in scaglioni. Se lo scopo dell'attività è invece la ricerca di inquilini la società esterna viene remunerata con una percentuale del canone annuo previsto dal nuovo contratto. E' possibile che vi siano accordi fra il fondo e l'intermediario i quali prevedono una *success fee* se l'esito della trattativa raggiunge determinati target.

- **Asset Management:** è l'attività a maggior valore aggiunto e consiste nella coordinazione di tutti gli altri servizi allo scopo di valorizzare il portafoglio immobili. La *fee* di *asset management* è solitamente in funzione del patrimonio gestito.

Il rapporto fra i *service providers* ed il fondo è regolato dai mandati in cui si specificano sia i termini generali della fornitura (durata, disdetta, oneri) che le modalità di erogazione del servizio. Le *performance* degli *outsourcer* vengono monitorate sulla base dei Service Level Agreement (SLA) che sono lo strumento attraverso il quale la SGR verifica il livello di servizio fornito.

1.2.3 Il bilancio e i principali indicatori

Prima di avanzare ulteriormente nella trattazione può essere interessante dare uno sguardo alla struttura del bilancio di un fondo immobiliare. Dal momento che le tematiche dell'elaborato saranno sviluppate con riferimento al fondo quotato Tecla, se ne riportano e si commentano il conto economico e lo stato patrimoniale che forniranno anche lo spunto per alcune considerazioni sugli indicatori di uso comune nell'ambito Real Estate.

L'Attivo

Di seguito si riporta l'attivo dello stato patrimoniale di Tecla al 30 giugno 2011 confrontato con quello al 31 dicembre 2010:

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione al 31/12/2010	
	Valore complessivo (Euro)	In perc. dell'attivo	Valore complessivo (Euro)	In perc. dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	93.800	0,02	187.600	0,03
Strumenti finanziari non quotati	0	0,00	0	0,00
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari quotati	0	0,00	0	0,00
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di O.I.C.R.				
Strumenti finanziari derivati	93.800	0,02	187.600	0,03
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	93.800	0,02	187.600	0,03
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	526.730.000	87,49	542.320.000	87,38
B1. Immobili dati in locazione	455.061.565	75,59	514.403.382	82,88
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili	71.668.435	11,90	27.916.618	4,50
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI	0	0,00	0	0,00
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI	0	0,00	0	0,00
D1. A vista				
D2. Altri				
E. ALTRI BENI	0	0,00	0	0,00
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	70.714.686	11,75	72.336.374	11,66
F1. Liquidità disponibile	70.714.686	11,75	72.336.374	11,66
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	4.502.963	0,74	5.798.866	0,93
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	271.003	0,05	222.013	0,04
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	4.231.960	0,69	5.576.853	0,89
TOTALE ATTIVITÀ	602.041.449	100,00	620.642.840	100,00

Figura 5: Attivo Fondo Tecla

Nella parte superiore vengono valorizzati gli strumenti finanziari del fondo ed in particolare le partecipazioni, che essendo Tecla un fondo ordinario possono essere

esclusivamente in società immobiliari oppure in altri fondi immobiliari. In questa sezione vengono anche inseriti gli strumenti di copertura dei rischi. Le tipologie di derivati solitamente sottoscritte da un fondo Real Estate sono:

- **Inflation Rate Swap:** hanno lo scopo di stabilizzare le entrate dei canoni i quali vengono annualmente aggiornati sulle base dell'incremento ISTAT. Solitamente l'affitto recepisce un aumento pari al 75% della variazione del CPI (Consumer Price Index, al netto dei tabacchi) registrata nell'anno precedente e il fondo per godere di entrate prevedibili e costanti nel tempo sottoscrive dei derivati la cui metodologia di calcolo permette di raggiungere questo obiettivo.
- **Interest Rate Swap:** copre dalle fluttuazioni dei tassi sui quali è calcolato il contratto di finanziamento, generalmente l'Euribor a tre mesi.

Dopo gli strumenti finanziari troviamo la sezione *core* dell'attivo di un fondo immobiliare ovvero gli immobili. Gli *asset* facenti parte del portafoglio possono essere valorizzati secondo due logiche: al costo storico o *book value* secondo i principi stabiliti dallo IAS 2 oppure al *fair value* in accordo con le norme stabilite nello IAS 40. Nel primo caso il valore del bene è pari al costo di acquisizione al quale si sommano le spese capitalizzabili dovute agli interventi di manutenzione straordinaria, nel secondo caso il fair value viene stimato dall'Esperto Indipendente e prende il nome di *Open Market Value* (OMV). Come si può notare anche dallo stato patrimoniale di Tecla in un fondo Real Estate la voce relativa agli immobili è quella di maggiore entità.

Nella penultima sezione si trovano le disponibilità liquide e nell'ultima parte i crediti, risconti e ratei attivi. I crediti sono dovuti solitamente all'attività locativa mentre risconti e ratei attivi sono dovuti agli anticipi sulle forniture.

Il Passivo

Di seguito si allega il passivo dello stato patrimoniale di Tecla sempre riferito al 30 giugno 2011 e confrontato con i valori in essere al 31 dicembre 2010:

PASSIVITÀ E NETTO		Situazione al 30/06/2011 (Euro)	Situazione al 31/12/2010 (Euro)
H.	FINANZIAMENTI RICEVUTI	248.250.379	256.558.679
H1.	Finanziamenti ipotecari	248.156.579	256.371.079
H2.	Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3.	Altri	93.800	187.600
I.	STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
I1.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2.	Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L.	DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	0	0
L1.	Proventi da distribuire		
L2.	Altri debiti verso i partecipanti		
M.	ALTRE PASSIVITÀ	14.792.215	18.238.222
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		
M2.	Debiti di imposta	181.600	625.153
M3.	Ratei e risconti passivi	1.671.183	1.834.353
M4.	Altre	12.939.432	15.778.715
TOTALE PASSIVITÀ		263.042.594	274.796.900
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO		338.998.855	345.845.940
Numero delle quote in circolazione		646.590	646.590
Valore unitario delle quote		524,287	534,877
Proventi distribuiti per quota ⁽¹⁾		317,61	298,19
Rimborsi per quota ⁽¹⁾		156,96	156,96

(1) Si tratta degli importi effettivamente distribuiti dall'avvio dell'operatività del Fondo a titolo di provento e di rimborso parziale di quote. Il valore complessivo netto del Fondo e quello unitario delle quote in circolazione sono al netto di detti importi.

Figura 6: Passivo Fondo Tecla

Il passivo è composto essenzialmente dai debiti connessi al finanziamento che rappresentano la parte preponderante. Altri debiti sono invece il computo degli importi dovuti e non pagati per le forniture di servizi.

Il NAV (Net Asset Value)

I fondi immobiliari non hanno la voce patrimonio netto e la differenza fra attivo e passivo è il *Net Asset Value* o più semplicemente NAV. Questa voce rappresenta il valore residuo del fondo una volta onorati i debiti onorati e di conseguenza è un indicatore del valore di competenza degli investitori. Dividendo il NAV per il numero di quote emesse si ottiene il valore unitario delle quote.

Il Conto Economico

Si riporta il conto economico sintetico relativo ai primi sei mesi del 2011. La tabella sottostante è utilizzata a titolo di esempio e non è completa di tutte le voci presenti nel rendiconto di un fondo immobiliare le quali verranno comunque elencate e approfondite sotto.

Tabella 7: Conto Economico	1 Gennaio 2011 30 Giugno 2011
	€ '000
<i>A4. Strumenti finanziari derivati</i>	
<i>A4.1. Strumenti finanziari derivati di copertura</i>	(94)
Risultato gestione strumenti finanziari	(94)
<i>B1. Canoni di locazione e altri proventi</i>	18.071
<i>B2. Utili/Perdite da realizzi</i>	(174)
<i>B3. Plus/Minusvalenze</i>	(810)
<i>B4. Oneri per la gestione di beni immobili</i>	(5.180)
<i>B6. ICI</i>	(803)
Risultato gestione beni immobili	11.104
Risultato gestione crediti	0
<i>D1. Interessi attivi e proventi assimilati</i>	
Risultato lordo della gestione caratteristica	11.010
<i>H. Oneri finanziari</i>	(2.749)
Risultato netto della gestione caratteristica	8.261
<i>I1. Provvigione di gestione SGR</i>	(2.252)
<i>I2. Commissioni Banca Depositaria</i>	(43)
<i>I3. Oneri per Esperti Indipendenti</i>	(38)
<i>I4. Spese pubblicazione Prospetti e informativa al pubblico</i>	(32)
<i>I5. Altri oneri di gestione</i>	(445)
<i>L. Altri ricavi ed oneri</i>	259
Risultato netto della gestione prima delle imposte	5.710
Utile / (perdita) di periodo	5.710

Figura 7: Conto economico di sintesi Fondo Tecla

Generalmente nella prima parte del conto economico si trovano i risultati della gestione delle partecipazioni e degli strumenti finanziari. Le partecipazioni fanno riferimento al capitale detenuto in società immobiliari e se ne riportano i proventi e le plus/minusvalenze da realizzo o da valutazione al *fair value*. Gli strumenti finanziari e i relativi risultati vengono suddivisi in tre categorie i quotati, i non quotati e i derivati.

La seconda è dedicata al risultato della gestione operativa del portafoglio *asset*. In particolare:

- **Redditi da locazione:** sono i ricavi dovuti alla locazione degli spazi nel periodo di competenza. In un fondo con stile di gestione *core* o *core plus* sono generalmente la voce più rilevante mentre negli altri frangenti è più ridotta se non nulla.
- **Utili/perdite da realizzi:** dovuti alienazione degli *asset* presenti nel portafoglio immobili. Questa voce sarà molto importante nei fondi con stile di gestione *opportunistic*.
- **Plus/minusvalenze da valutazione:** dovute ad incrementi o decrementi del valore del portafoglio immobiliare sulla base delle stime degli Esperti Indipendenti.
- **Costi di gestione:** in questa voce confluiscono tutte le *fee* dovute ai *service providers* del fondo.
- **ICI:** è l'imposta comunale sui beni immobili dovuta per tutti gli immobili del fondo.

Le voci relative alla gestione dei beni immobili sono seguite dagli interessi attivi e passivi di competenza del periodo. Gli oneri finanziari sono essenzialmente quelli generati dal finanziamento del fondo.

Nell'ultima sezione del conto economico vengono infine riportati i compensi dovuti alla SGR, le commissioni della Banca depositarie, i costi relativi agli Esperti Indipendenti e altre proventi/spese meno rilevanti. L'utile o perdita di periodo

risultante viene utilizzato come base di calcolo per determinare i proventi distribuibili

Il Risultato Distribuibile

Il risultato distribuibile di competenza dei quotisti viene calcolato rettificando il risultato contabile ovvero l'utile/perdita di esercizio. In particolare le variazioni sono determinate dalle plusvalenze e minusvalenze generate dall'attività di vendita e dall'incremento o decremento del valore di mercato degli *asset*.

	30 Giugno 2011	
	€ '000	% Equity medio investito (1)
Risultato contabile	5.710	2,6%
Rettifiche per la determinazione del risultato distribuibile:		
- Plusvalenza "contabile" da vendita ⁽²⁾	(27)	0,0%
- Minusvalenza "contabile" da vendita ⁽²⁾	201	0,1%
- Plusvalenza "effettiva" da vendita ⁽³⁾	1.984	0,9%
- Plusvalenza da rivalutazione ⁽⁴⁾	(699)	-0,3%
- Minusvalenze da rivalutazione	1.509	0,7%
- Minusvalenze non realizzate nel periodo, che non eccedono il costo storico, derivanti da proposte di acquisto dei beni immobili		0,0%
+ Minusvalenze realizzate nei periodi precedenti liberate con la dismissione di beni immobili		0,0%
- Minusvalenze rispetto al costo storico	(14)	0,0%
Risultato distribuibile di periodo	8.664	3,9%
<i>di cui:</i>		
<i>Risultato gestione ordinaria ⁽⁵⁾</i>		0,0%
Plusvalenza netta da vendita	1.984	0,9%
Risultato distribuibile	8.664	3,9%
Risultato non distribuito (retention)	0	0,0%
<i>Risultato non distribuito (%)</i>		
Distribuzione risultati esercizi precedenti	16.863	7,6%
Risultato distribuito	25.527	11,5%

⁽¹⁾ Calcolato in base al NAV di apporto e considerando gli eventuali rimborsi parziali percepiti dal collocamento al periodo stesso.

⁽²⁾ Le plusvalenze derivanti dalle vendite sono contabilizzate nel Rendiconto del Fondo come differenza tra il prezzo di vendita ed il valore di iscrizione in Rendiconto al 31 dicembre dell'esercizio precedente aumentato delle capex.

⁽³⁾ Plusvalenza effettivamente realizzata dalle vendite, determinata come differenza tra il prezzo di vendita ed il costo storico dell'immobile al momento della vendita.

⁽⁴⁾ Si tratta delle plusvalenze non realizzate derivanti dalla valutazione di mercato delle attività del Fondo.

⁽⁵⁾ Risultato distribuibile al netto degli effetti derivanti dalle vendite e della gestione finanziaria del periodo.

Figura 8: Determinazione del risultato distribuibile

Le plus/minusvalenze da rivalutazione derivano dall'attività degli Esperti indipendenti ed impattano prima sul risultato contabile il quale viene però successivamente rettificato dello stesso importo nel calcolo del distribuibile annullando l'effetto della perizia dell'Esperto. Si può quindi affermare, lato quotista, che un aumento o una diminuzione del valore del patrimonio gestito impatta esclusivamente sul NAV e non sul rendimento dell'investimento. L'unica eccezione si verifica quando l'OMV (*Open Market Value*) di un bene scende al di sotto del costo storico, in questo frangente il risultato distribuibile viene intaccato negativamente e sconta la differenza fra il valore a libro ed il nuovo valore di mercato.

Gli Indicatori Principali

Oltre al NAV e al NAV pro quota, approfondiamo alcuni indicatori di uso comune nel settore e che risulteranno utili in un secondo momento.

Per valutare il rendimento dal punto di vista dell'investitore si utilizza il *Dividend Yield*. Nell'indicatore si trovano al numeratore i dividendi distribuiti pro quota e al denominatore il capitale investito calcolato come media fra il valore della quota all'inizio e alla fine del periodo al quale si riferiscono i proventi (solitamente sei mesi o un anno).

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Average Invested Capital}}$$

Un altro indicatore di consuetudine è l'IRR (*Internal Rate of Return*) o italiano TIR (Tasso Interno di Rendimento). E' definito come il tasso di interesse composto annuale dal collocamento alla data di riferimento, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dall'esborso iniziale investito nel fondo, dai proventi percepiti, dai rimborsi parziali delle quote e valorizzando l'ipotetico disinvestimento dal fondo al NAV della data di riferimento.

$$\sum_0^n \frac{CashFlow_i}{(1 + IRR)^i} = 0$$

Nell'equazione la sommatoria va da 0, il collocamento, ad n la data di riferimento. Il numeratore è la somma dei *cash flows* generati dall'investimento nei vari periodi ed al denominatore si trova l'IRR.

Un altro parametro di riferimento utilizzato è la leva finanziaria o *LTV (Loan To Value)* calcolato in percentuale come rapporto fra il debito ipotecario e il valore di mercato degli *asset*.

$$LTV = \frac{Loan}{OMV}$$

Viene solitamente calcolato anche il *LTV (Loan To Cost)* dove al numeratore si ha sempre l'entità del finanziamento mentre al denominatore troviamo il costo storico o *book value* del patrimonio immobiliare.

$$LTC = \frac{Loan}{Book Value}$$

Un ultimo indicatore periodicamente monitorato è l'*ISCR (Interest Coverage Ratio)* soprattutto nei fondi critici e rappresenta una misura della capacità del fondo di far fronte agli oneri finanziari nel breve termine. E' definito come il rapporto fra i ricavi al netto dei costi operativi, e gli oneri finanziari. E' un dato prospettico e richiede la stima di numeratore e denominatore sui periodi successivi.

$$ISCR = \frac{Net Revenues}{Interests}$$

1.2.4 Il quadro normativo⁴

Il quadro normativo è cambiato frequentemente da quando i fondi immobiliari furono istituiti con la legge del 25 gennaio 1994, n.86 e si sono sviluppati soprattutto dopo l'approvazione del Testo Unico della Finanza (TUF) con il decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n.58. Il Testo Unico riconduce sotto una disciplina organica e unitaria la tematica della gestione collettiva del risparmio ed in particolare riorganizza tutte le disposizioni che prima della riforma disciplinavano separatamente ogni tipologia di fondo d'investimento. Il sistema vigente è regolamentato dal TUF e dai numerosi provvedimenti attuativi emanati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e dai regolamenti dalle autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Consob e Borsa Italiana per i fondi quotati).

Prima del Testo Unico i fondi potevano essere costituiti solo per sottoscrizione di quote, la riforma introduce la tematica del conferimento che consente gli investitori di apportare al fondo beni immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari, per una parte o per la totalità del patrimonio complessivo. Si distinguono così i fondi ad apporto, i fondi a sottoscrizione e le forme miste.

In passato i fondi immobiliari erano costituiti esclusivamente in forma chiusa e riconoscevano ai partecipanti il diritto al rimborso delle quote solo a scadenze predeterminate. Le norme introdotte dal decreto legge del 25 settembre 2001, n.351 (convertito con legge del 23 novembre 2001, n.410) e dal decreto ministeriale del 31 gennaio 2003, n.47 mitigano la tradizionale struttura in forma chiusa del fondo con l'introduzione del meccanismo delle emissioni successive di quote e dei rimborsi anticipati. Le normative introdotte aumentano la flessibilità dello strumento consentendo agli investitori la possibilità di nuove sottoscrizioni e di uscite anticipate prima della naturale scadenza del fondo.

Con le riforme introdotte, ed in particolare con il decreto ministeriale, emerge la possibilità per i fondi immobiliari sottoscrivere finanziamenti fino al 60% del valore

⁴ Ambrosino, S. (2008). *Manuale di diritto del mercato finanziario*. Giuffrè Editore.

di contribuzione degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e di un ulteriore 20% degli altri beni. Il finanziamento erogato può anche essere utilizzato sia per operazioni di valorizzazione degli *asset* che per far fronte ad eventuali richieste di rimborso anticipato delle quote. Il medesimo decreto istituisce anche la categoria dei fondi immobiliari ad apporto pubblico e inquadra la tematica della dismissione delle proprietà immobiliari appartenenti alle pubbliche amministrazioni.

La novità regolamentare più recente è il decreto legge del 18 giugno 2008, n. 112 (convertito dalla legge del 6 agosto 2008, n.133) che potenzia le possibilità di investimento dei fondi consentendo alle Società di Gestione Risparmio di costituire e gestire anche fondi di fondi immobiliari. Sulla base della normativa i fondi possono investire per il tramite di altri veicoli immobiliari (altri OICR anche esteri, holding immobiliari o SIIQ).

La razionalizzazione della disciplina normativa congiuntamente all'introduzione di un regime fiscale agevolato ha avuto il ruolo di volano per lo sviluppo e la diffusione dei fondi immobiliari. Lo strumento non è più considerato solo come un organismo finalizzato alla raccolta di capitali da parte dei risparmiatori, ma anche come uno mezzo di razionalizzazione, riassetto e commercializzazione di rilevanti patrimoni pubblici e privati. A titolo di esempio imprese di grandi dimensioni e dotate di patrimoni immobiliari consistenti possono oggi intraprendere la strada dello scorporo degli *asset* immobiliari non strategici ed affidarne la gestione ad operatori terzi. La scelta comporta un vantaggio in termini di costi grazie ad una gestione professionale delle proprietà in grado di garantire economie di scala e permette alle imprese di concentrarsi sul *core business*.

1.2.5 Il regime fiscale

Per quanto riguarda il regime fiscale i fondi Real Estate sono esenti dalle tipiche imposte sui proventi ai quali sono sottoposte solitamente le società. Non sono tenuti a versare l'imposta statale sui redditi o IRES (Imposta Statale sui Redditi) e l'Imposta Regionale sulle Attività Produttive comunemente nota come IRAP. In ogni caso, come qualsiasi altra persona giuridica sono tenuti a liquidare l'IVA (Imposta

sul Valore Aggiunto). L'unica tassazione di una certa entità che grava sui fondi immobiliari è la notoria ICI (Imposta Comunale sugli Immobili) che è in funzione del patrimonio in gestione. La tassa è di tipo municipale e viene calcolata come una percentuale fissa della rendita catastale. La percentuale viene fissata dal comune a seconda della tipologia dell'immobile e può variare dallo 0,4% all'0,8%. La rendita catastale funge da base imponibile per il calcolo dell'ICI e viene stabilita dall'Agenzia del Territorio. Il tributo può essere aggiornato nel tempo ed è una *proxy* del valore del cespite.

Quando vengono intraprese operazioni di sviluppo su aree od *asset* del fondo sono dovuti dalla proprietà dei tributi noti come Oneri Concessori ovvero il Contributo Costo Costruzione e gli Oneri di Urbanizzazione primaria e secondaria. Il Contributo Costo Costruzione è un onere il cui metodo di calcolo è stabilito dalla Regione e deve essere corrisposto al fronte della realizzazione di opere murarie, quindi nel caso di nuove costruzioni, frazionamenti ed ampliamenti ed generalmente è in funzione della superficie edificata. Gli Oneri di Urbanizzazione sono invece dovuti nel caso in cui si proceda a nuove costruzioni, ampliamenti o variazioni d'uso e sono stabiliti dal Comune. Il concetto sottostante al pagamento di questi tributi è che l'edificazione di superficie addizionale, o il cambio di destinazione della stessa, implica dei costi per la collettività che si deve dotare di nuove strutture e servizi atti a supportare la presenza di nuovi lavoratori o residenti nella zona. Gli Oneri di Urbanizzazione finanziano:

- **le opere di urbanizzazione primaria:** intese come strade, parcheggi, reti di distribuzione (elettrica, telefonica, gas, fognature), aree di verde pubblico e altre strutture essenziali.
- **le opere di urbanizzazione secondaria:** ovvero le scuole (nidi, materne, elementari...), le strutture sportive, ricreative e culturali e qualsiasi altra infrastruttura tecnologica di utilità per i cittadini.

Entrambi le tipologie di Oneri Concessori una volta stabiliti possono essere pagati *up-front* oppure essere rateizzati durante tutto il periodo di esecuzione dei lavori.

Per quanto riguarda invece i quotisti dei fondi la Società di Gestione è sostituto d'imposta e trattiene il 20% sui dividendi e sui *capital gains* generati dalle vendite al rimborso delle quote di capitale. La tassazione finale che grava sul quotista dipende poi dal regime fiscale al quale è soggetto la persona fisica o giuridica che detiene le quote. Gli investitori privati non pagano altre imposte oltre all'ammontare trattenuto dalla SGR mentre le società corrispondono alla pubblica amministrazione anche ulteriori importi che vengono calcolati successivamente. Secondo la regolamentazione italiana l'unico caso di esenzione dall'imposizione fiscale, e quindi anche dalle trattenute, si verifica quando il quotista è un investitore estero ed è appartenente ad un paese con il quale l'Italia ha sottoscritto un trattato che garantisca la trasparenza nello scambio di informazioni a carattere fiscale.

Infine di recente, con decreto legge 5 maggio 2011, n. 70 (convertito con Legge del 12 luglio 2011 n. 106), è stata introdotta per gli investitori una imposta patrimoniale *una-tantum* sul NAV dei fondi immobiliari con il duplice obiettivo di penalizzarne l'uso esclusivo e generare maggiori introiti per il fisco. La normativa prevede l'introduzione di un tributo sostitutivo delle tasse sui redditi pari al 5%, da calcolarsi sul valore medio delle quote possedute (NAV) così come risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010. Sono soggetti passivi d'imposta tutti gli investitori che detengano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5% e non siano enti pubblici o entità che investono nell'OICR risorse gestite per conto dei risparmiatori (quindi banche, assicurazioni, altri OICR ecc...). Sono invece tenuti al versamento della patrimoniale le società immobiliari e le altre società di capitali che si presume facciano utilizzo dei fondi immobiliari a scopo di elusione fiscale anziché di investimento del risparmio.

1.3 Il mercato italiano dei fondi Real Estate

Dal censimento di Scenari Immobiliari risultano attivi 310 fondi immobiliari sul mercato nazionale gestiti da 56 SGR di diritto italiano. La maggior parte, circa il 65% in termini di attivo gestito è di tipo riservato ordinario, seguono quelli rivolti al pubblico *retail* e i fondi speculativi. In totale si stima che il patrimonio immobili gestito sia all'incirca di 45,6 miliardi di euro e il NAV complessivo si attesta a 35,8

miliardi. Il valore medio dell'attivo gestito è di poco superiore ai 160 milioni e la leva si attesta mediamente al 45% dell'*OMV*.

Descrizione	2007	2008	2009	2010	2011*	2012°
N° fondi operativi ¹	186	238	270	305	310	320
Nav ²	23.940	27.600	31.200	34.000	35.800	37.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	32.350	34.700	40.600	43.500	45.600	48.000
Indebitamento esercitato ³	14.280	15.900	22.700	24.800	27.500	---
Performance (Roe) ⁴	6,2%	4,9%	2,6%	3,5%	3,3%	---

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento

2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno

3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)

4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

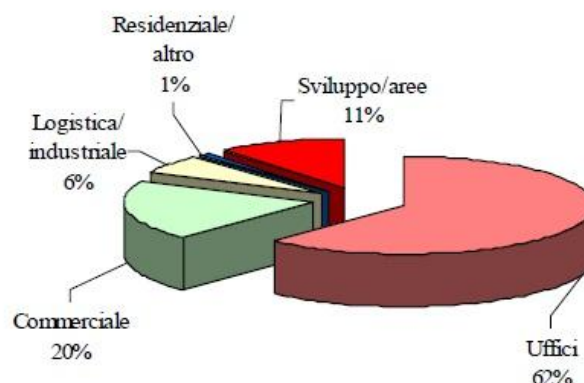
*Stima

° Previsione

Fonte: **SCENARI IMMOBILIARI®**

In Italia l'*asset class* preponderante sono gli uffici nei quali i fondi immobiliari investono oltre il 60% del proprio attivo, segue la destinazione d'uso commerciale, o *retail*, con investimenti pari al 20% del totale. L'ambito residenziale risulta essere il meno ambito sul territorio nazionale a causa dei bassi rendimenti che comporta questo tipo di investimento.

(Valori % al 30 giugno 2011)



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

Figura 9: Asset Allocation Fondi Immobiliari italiani

1.3.1 I fondi *retail* quotati e lo sconto sul NAV

I fondi immobiliari quotati ammontano a 23 per una capitalizzazione pari a 3,3 miliardi e le relative quote vengono scambiate sul mercato telematico degli *Investment Vehicles* o MIV, di Borsa italiana nel segmento dedicato ai fondi chiusi.

Dall'analisi di Scenari Immobiliari eseguita sul 100% dei fondi *retail* esistenti in Italia al 30 giugno 2011 è emerso che il NAV complessivo si attesta attorno ai 6,0 miliardi di euro con una riduzione di circa il 3% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il patrimonio immobiliare ha registrato un decremento analogo, del 4%, e alla data di riferimento risulta essere complessivamente pari a 7,5 miliardi. Le cause sono da ricercarsi prevalentemente nelle svalutazioni degli Esperti Indipendenti e nelle dismissioni dei beni immobili alle quali non sono seguite nuove sottoscrizioni od investimenti.

Per quanto riguarda le performance il valore medio dell'IRR subisce una leggera flessione rispetto ai periodi precedenti e si attesta nell'intorno del 5%.

I fondi retail e lo sconto sul NAV

Dal momento che gli strumenti vengono scambiati è possibile calcolare due valori del titolo ovvero quello di mercato, che dipende dalla domanda e dall'offerta, e il NAV pro-quota, che viene rilevato semestralmente e calcolato come precedentemente illustrato. Raramente le diverse stime del valore dello strumento coincidono e pertanto si definisce sconto, o premio nel caso il calcolo dia un risultato positivo, la differenza fra il NAV e il prezzo di borsa rapportata al NAV.

$$\text{Sconto/Premio} = \frac{\text{NAV} - \text{Prezzo di Borsa}}{\text{NAV}}$$

A questo punto si specifica che la quasi totalità dei fondi immobiliari italiani sono soggetti al fenomeno dello sconto sul NAV come evidente dalla tabella sottostante.

Tabella 1: Fondi italiani quotati e sconto sul NAV

Fondo	NAV rettificato per quota(€)	Quotazione (€)	Sconto sul NAV rettificato
Amundi RE Europa	2.162,12	965,00	55,37%
Amundi RE Italia	2.709,96	1.540,00	43,17%
Bnl Portfolio Immobiliare	2.080,94	1.045,00	49,78%
Estense - Grande Distribuzione	2.890,56	2.096,00	27,49%
Europa Immobiliare 1	2.036,94	806,00	60,43%
Fondo Alpha	3.900,87	1.692,00	56,63%
Fondo Atlantic 1	601,84	370,00	38,52%
Fondo Atlantic 2 - Berenice	429,66	335,00	22,03%
Fondo Beta	548,81	447,00	18,55%
Fondo Delta	101,22	40,61	59,88%
Immobiliare Dinamico	259,03	106,50	58,88%
Immobiliun 2001	4.991,44	3.200,00	35,89%
Invest Real Security	2.462,84	1.100,00	55,34%
Investietico	2.868,66	1.835,00	36,03%
Obelisco	2.284,28	863,00	62,22%
Olinda - Fondo Shops	563,64	293,50	47,93%
Piramide Globale	68,99	64,00	7,23%
Polis	2.110,25	930,00	55,93%
Risparmio Immobiliare Uno Energia	9.074,58	9.500,00	-4,69%
Securfondo	2.662,12	1.720,00	35,39%
Tecla - Fondo Uffici	462,44	310,00	32,96%
Unicredito Immobiliare Uno	3.389,84	1.696,00	49,97%
Valore Immobiliare Globale	4.819,05	2.300,00	52,27%

Valori di borsa al 09/11/2011

La tematica dello sconto sul NAV dei Real Estate si inserisce nel dibattito più ampio dello sconto sul NAV dei fondi chiusi e come si evince dal grafico sottostante è un fenomeno che perdura sul mercato. Rimanendo nell'ambito dei fondi immobiliari e nel perimetro del mercato italiano le ricerche sull'argomento non hanno portato a conclusioni solide e convincenti sulle cause ma hanno individuato una serie di correlazioni che tendono a verificarsi di frequente. Inoltre, come per ogni strumento quotato, è difficile scindere l'effetto sul prezzo del comportamento irrazionale degli investitori che possono assumere posizioni più prudenti o speculative a seconda dell'andamento generale del mercato telematico.

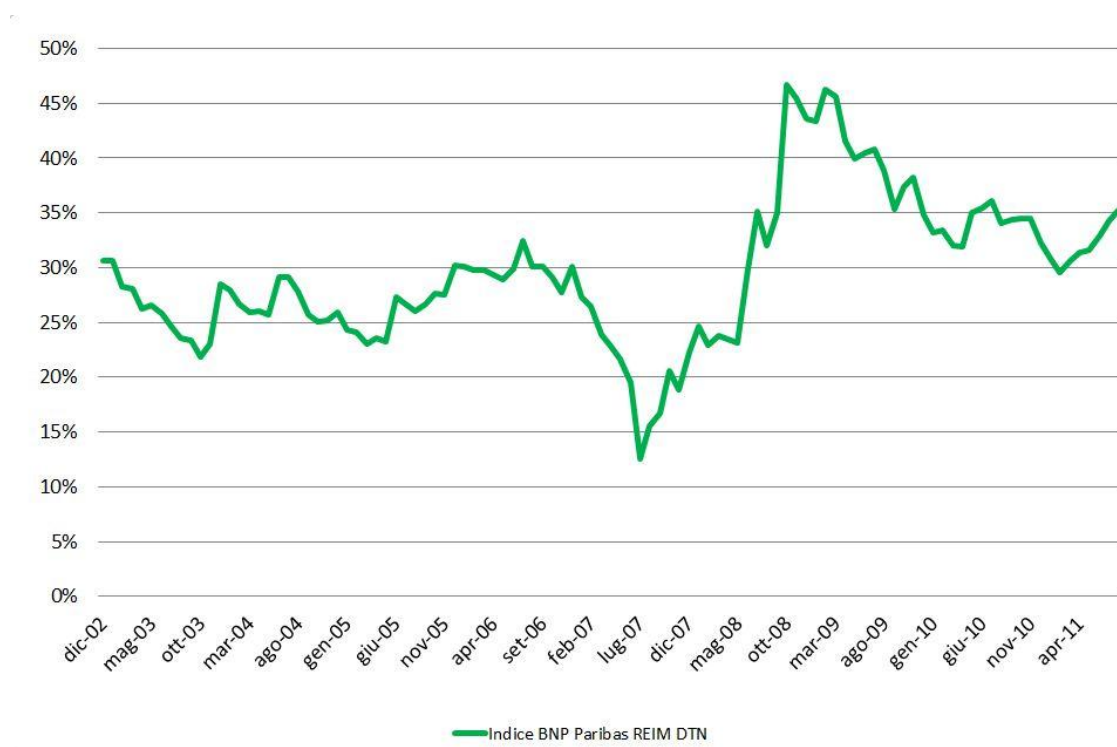


Figura 10: Andamento dello sconto sul NAV dei fondi quotati italiani

La trattazione approfondita della tematica non è fra gli obiettivi del presente elaborato ma tuttavia si fornisce una sintesi delle variabili che sulla base degli studi effettuati appaiono avere un impatto sul prezzo di borsa e quindi sullo sconto rispetto al NAV. La vasta letteratura in materia identifica una serie di fattori, talvolta interdipendenti fra loro, che vengono ritenuti come possibili cause allo sconto sul NAV o che comunque sono direttamente correlati ad esso:

-
- **Holding Discount:** derivante dall'obbligo per i fondi immobiliari di essere costituiti esclusivamente in forma chiusa o semi-chiusa e che implica un impegno nel lungo termine. Il prezzo del titolo risente della difficoltà di uscita dall'investimento che può essere anche protratto di ulteriori tre anni per portare a termine la dismissione del patrimonio.
 - **Liquidità:** lo strumento presenta solitamente un numero di scambi molto limitato e la bassa liquidità implica un atteggiamento prudentiale dell'investitore.
 - **Vita residua:** all'approssimarsi della scadenza il prezzo di borsa tende a coincidere con il NAV.
 - **Interesse mostrato dagli investitori istituzionali:** maggiore è l'impegno di investitori istituzionali nel fondo immobiliare e minore ne risulta lo sconto sul NAV.
 - **Trasparenza delle SGR:** il basso livello di trasparenza in materia di corporate *governance* e di politiche di gestione induce una fiducia limitata sull'investimento
 - **Valutazioni degli Esperti Indipendenti:** il mercato è molto dubbioso sull'attendibilità dei valori di perizia sugli *asset*.

1.3.2 I fondi riservati ordinari e speculativi

I fondi riservati italiani ammontano a 287 dei quali 80 risultano essere di tipo speculativo. Per quanto riguarda questa tipologia di OICR è difficile avere una panoramica completa ed esaustiva del mercato in quanto le informazioni riguardanti i singoli fondi non sono pubbliche ma confidenziali e riservate ad investitori e operatori dell'organismo. Nonostante non siano presenti dati ufficiali si hanno delle stime che attestano il NAV complessivo dei fondi riservati a circa 28 miliardi di euro e il patrimonio immobili gestito a 36 miliardi.

I principali *highlights* economico-patrimoniali emergono dall'analisi di Scenari Immobiliari effettuata su un campione rappresentativo di circa il 30% del NAV

complessivo stimato dei fondi istituzionali. Rispetto alla fine dello scorso anno si registra un *trend* di crescita sia del patrimonio immobiliare, incremento del 4% circa, che del NAV, all'incirca il 5%. La performance media in termini di ROE risulta allineata con quella del periodo precedente e si aggira attorno al 3,2%.

1.3.3 Le prospettive del mercato

Il 2011 si sta chiudendo in un clima di grande incertezza sul fronte economico e finanziario per l'Italia. Anche i mercati immobiliari, dopo un primo semestre caratterizzato da un lieve miglioramento rispetto allo scorso anno, sono in una fase di stagnazione causata dal clima generale di incertezza a cui si accompagna la stretta creditizia. In questo quadro il settore dei fondi immobiliari ha mostrato le sue caratteristiche anticicliche e nell'insieme la raccolta è leggermente aumentata. Nell'anno in corso si segnala un primo semestre con una ripresa delle attività immobiliari dei fondi e un finale di anno con un forzato rallentamento delle operazioni. I livelli di performance risultano in linea con lo scorso periodo e il NAV complessivo ha registrato un aumento complessivo stimato al 5,2%.

Le preoccupazioni, che avevano rallentato e depresso il mercato per un anno, legate al D.L. n.78/2010, sono state ridotte con il ritiro della bozza di regolamento apparso particolarmente punitivo. Le nuove norme sono più realistiche e tendono a migliorare l'efficienza e la trasparenza del comparto. Il numero di fondi operativi è aumentato meno delle attese e anche per il 2012 si attende un modesto incremento, sia per le difficoltà di molte SGR che per una stretta sulle autorizzazioni di Banca d'Italia. Per il 2012 si prevede un ulteriore aumento del NAV ma le previsioni potrebbero essere disattese, in positivo, con la nascita di uno o più fondi per gli immobili pubblici.

Le previsioni per quanto riguarda i fondi immobiliari in conclusione sono di leggera crescita mentre per quanto riguarda il quadro degli operatori si prospettano processi di aggregazione fra SGR⁵. Le motivazioni sono da ricercarsi soprattutto nella ricerca di sinergie ed economie di scala e nella *moral suasion* delle *authorities*, in particolare di Banca d'Italia che è sempre più attenta nei controlli sulle attività delle società di

⁵ Festa, C. (2009). Le SGR immobiliari vanno al consolidamento. *Il Sole 24 Ore*.

gestione. Non ultimo è importante l'impulso da parte dei grandi investitori istituzionali esteri, pronti a sottoscrivere i fondi italiani solo a fronte di SGR con *governance* chiara e trasparente. Nel giro di 3-4 anni il settore potrebbe conoscere una rivoluzione e il panorama prospettico è quello di protagonisti più grandi, in grado di gestire almeno patrimoni dai due miliardi di euro in su.

Capitolo 2: IL GRUPPO, LA SGR E I FONDI GESTITI

Il gruppo Prelios si potrebbe definire una *Property Management Company* ovvero una società attiva nel settore immobiliare con un modello di business che sfrutta da un lato i ricavi generati dalla gestione diretta degli immobili in portafoglio e dall'altro quelli generati dall'erogazione dei servizi alle strutture che gestiscono il patrimonio. Nel presente capitolo ci addentriamo nella realtà Prelios, partendo dalla struttura della *holding* per arrivare fino al fondo Tecla, passando per una descrizione della SGR e illustrando i fondi gestiti e le loro caratteristiche.

2.1 Il gruppo Prelios⁶

Prelios è un gruppo italiano con sede legale a Milano e ad oggi è uno dei principali operatori del mercato immobiliare nazionale. E' quotato alla borsa di Milano dal 2002 e l'azionista di riferimento è la nota società Pirelli & C. che detiene direttamente ed indirettamente più del 50% delle azioni.

Il gruppo si configura come una *Property Management Company* multinazionale che gestisce e valorizza patrimoni immobiliari propri e per conto terzi e che con le proprie strutture di gruppo è anche in grado di erogare i servizi connessi alla gestione. La società è attiva principalmente sul mercato Italiano e su quello tedesco, ma detiene interessi anche sul mercato immobiliare polacco. Il valore di mercato del patrimonio complessivo in gestione a giugno 2011 è di circa 13,6 miliardi di Euro, dei quali il patrimonio immobiliare è pari a 12,3 miliardi e la parte restante, all'incirca 1,3 miliardi, è costituita da NPL (*Non-Performing Loans*) ovvero da crediti in sofferenza gestiti dal gruppo per conto di banche, investitori e società del gruppo.

⁶ I dati sono presi dai rendiconti di gestione annuale e dai rapporti intermedi sulla gestione

In Italia il gruppo gestisce patrimoni immobiliari per 6,1 miliardi di Euro (giugno 2011) corrispondenti a circa la metà del totale gestito. Quasi la totalità degli *asset* è di proprietà dei 22 fondi immobiliari gestiti dalla controllata Prelios SGR. La parte restante del patrimonio è dislocata in Germania, ulteriori 6,1 miliardi di Euro, e Polonia, 0,1 miliardi impiegati in progetti di sviluppo.

L'assetto societario è quello di una *holding* di diritto italiano e la capogruppo detiene e gestisce le partecipazioni di una settantina di società partecipate in Italia, Germania, Polonia, Lussemburgo, Olanda e altri paesi. Le partecipazioni più rilevanti della cassaforte Prelios sono le società operative italiane ed estere e gli *SPV* (*Special Purpose Vehicle*). Gli *SPV* sono entità controllate, collegate ed in *Joint Venture* che contengono gli investimenti diretti in iniziative immobiliari della capogruppo. Sono per la maggior parte in forma di Società a Responsabilità Limitata o analoghe configurazioni giuridiche negli altri stati.

Con riferimento alle società operative dislocate sul territorio nazionale, le controllate da Prelios sono:

- **Prelios Project & Property Management S.p.A.:** società attiva nel campo dei servizi di *Property* e *Project Management*, controllata al 100%.
- **Prelios Agency S.p.A.:** svolge servizi di intermediazione per vendite e locazioni, controllata al 100%.
- **Prelios S.A.R.E. (Servizi Amministrativi Real Estate) S.p.A.:** per i servizi amministrativi, controllata al 100%.
- **Prelios SGR S.p.A.:** la società di gestione fondi del gruppo, controllata al 90%.
- **Prelios Credit Sevicng S.p.A.:** per la gestione dei crediti in sofferenza, controllata al 100%.

2.1.1 Cenni storici⁷

Le origini del gruppo risalgono agli inizi degli anni novanta quando il management di IACI (Iniziativa Agricole Commerciali Italiane) e di Vitruvio, società immobiliare del Gruppo Pirelli, riuniscono le attività immobiliari in un'unica società che prende il nome di Milano Centrale. Negli anni successivi entrano in Milano Centrale anche le attività immobiliari del Progetto Bicocca e nel contempo la società sviluppa attività di trading immobiliare e di servizi. Nel 1997 a seguito della joint-venture con Morgan Stanley diventa protagonista di importanti acquisizioni di società immobiliari e di servizi. Nel 2001 la società cambia nome da Milano Centrale in Pirelli & C. Real Estate e nel giugno 2002 la società viene quotata alla borsa valori di Milano. Nel mese di ottobre 2010, Pirelli&C. S.p.A., a seguito della volontà di focalizzarsi esclusivamente sulle attività industriali core nel settore pneumatici, scorpora Pirelli RE dal proprio gruppo, ed in conseguenza di questa scissione, la società viene ridenominata Prelios S.p.A..

2.1.2 Business Model

Come anticipato il *business model* del gruppo è quello proprio di una *property management company* a livello europeo e conta su circa 1.000 addetti dislocati nelle varie sedi europee. Sempre con riferimento alla al fronte italiano è presente una struttura dedicata al *fund management*, la SGR, ed altre unità che svolgono la funzione di *service provider*. In particolare si distinguono le seguenti aree di business:

- **Prelios SGR:** gestisce i fondi immobiliari
- **NPL:** è la *business unit* che si occupa della gestione dei crediti in sofferenza. Le mansioni operative sono in capo al *Credit Servicing*.
- **Asset Management SPV:** questa unità cura gli investimenti della capogruppo negli SPV (*Special Purpose Vehicle*).
- **Services:** suddivisi in linee di servizio il gruppo può contare su *business unit* che presidiano i servizi di *Property* e *Project Management* e servizi di

⁷ I dati sono presi da Wikipedia e dal portale di Prelios S.p.A.

Agency. Il business del *Facility management* non viene più svolto da Prelios che ha scorporato e venduto la struttura che si occupava dell'attività.

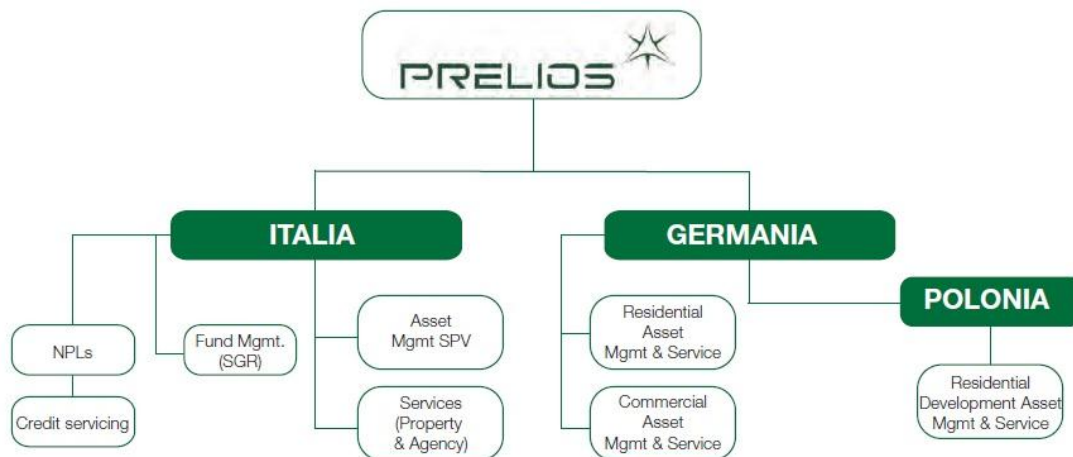


Figura 11: Business model Gruppo Prelios

Le strutture dedicate ai servizi operano prevalentemente come *outsourcer* per conto della SGR e dei veicoli societari ma hanno anche clienti esterni al gruppo. All'interno del gruppo si trova inoltre una struttura dedicata all'advisory che fornisce servizi di consulenza a investitori istituzionali che desiderano costituire fondi immobiliari.

2.1.3 Risultati economici recenti

Il gruppo ha conseguito risultati più che soddisfacenti e sempre positivi nell'ultimo ciclo immobiliare che si considera essere terminato verso la fine del 2007. L'arrivo della crisi economica e finanziaria che tutt'ora non sembra volgere al termine ha impattato molto negativamente anche sul mercato immobiliare e di riflesso sul gruppo Prelios. Difatti un rallentamento o una stabilizzazione del mercato si ripercuote negativamente su tutte le aree di business del gruppo in diverse maniere:

- **Servizi di Agency:** un calo delle transazioni di locazione e di vendita e del controvalore delle stesse implicano minori *fee* e in ultima analisi un calo del fatturato a costi costanti.

-
- **Servizi di *Property*:** generalmente il servizio viene remunerato con una commissione percentuale sui canoni di locazione. Un decremento dei canoni di mercato unitamente ad un rilascio degli spazi dovuto alla crisi che colpisce comunque anche gli inquilini che sono generalmente azienda genera automaticamente una riduzione delle *fee*.
 - **Servizi di *Project Management ed Advisory*:** gli investitori non sono propensi a sbilanciarsi ne in iniziative di sviluppo ne' ad investire in un mercato in crisi. Ne' consegue una diminuzione degli impegni in opere di costruzione o ristrutturazione e in nuovi fondi immobiliari.
 - **Servizi di *Asset Management*:** il gruppo negli ultimi esercizi ha provveduto ad una riduzione dell'*asset under management* riducendo così i proventi del servizio.

Oltre che dal pessimo andamento di mercato, il calo delle *fee* dei vari servizi è anche dovuto ad un notevole decremento del patrimonio gestito. Difatti negli anni Prelios S.p.A. ha dismesso una parte ingente (che comunque ha portato notevoli plusvalenze da realizzo) del proprio *asset under management* generando così una riduzione dei ricavi delle varie *business unit*. In ultima analisi la crisi del mercato unitamente alla strategia di alienazione di parte delle proprie partecipazioni ha intaccato notevolmente sui ricavi da prestazione sia verso le parti correlate sia verso terzi (che ammontano a circa un terzo del totale).

Per quanto concerne i ricavi da partecipazioni il trend negativo da un lato innesca le svalutazioni degli Esperti Indipendenti che determinano delle minusvalenze da rivalutazione e dall'altro margini minori sulle vendite delle partecipazioni.

I diversi fattori hanno avuto negli anni un impatto devastante sui ricavi che passano dai circa 700 milioni di euro del 2007 agli attuali 254 milioni, circa un terzo.

Anche i costi operativi sono stati ridotti negli anni in seguito al ridimensionamento del gruppo. Tutte le spese connesse al livello di attività e all'implementazione di nuovi progetti hanno subito un ridimensionamento. In particolare si sono contratti notevolmente il costo del personale e tutti gli oneri connessi alle risorse umane, il

costo dei servizi e delle consulenze esterni, le spese inerenti alle sedi, ai servizi informatici e di sicurezza.

Le variazioni dei ricavi e dei costi del *core business* hanno determinato un margine operativo negativo dal 2008 ad oggi e le prospettive non sembrano essere migliori per l'anno in corso che vede nel rendiconto di settembre una perdita sul margine operativo di 28 milioni di euro.

Le minusvalenze da rivalutazione sopra citate impattano sulla gestione finanziaria ed infine l'ingente indebitamento della società genera oneri finanziari importanti. La cadenza a breve delle fonti di finanziamento ha di recente innescato un processo di rinegoziazione del debito con le banche e con Pirelli, l'azionista principale del gruppo.

La perdita di esercizio registrata nei vari anni a partire dal 2008 è stata rispettivamente di 195, 104 e 95 milioni di Euro e il trend si è aggravato nei primi nove mesi del 2011 con un ulteriore scostamento negativo per ulteriori 153 milioni di Euro.

2.1.4 Prospettive future

Le prospettive del gruppo sono fortemente connesse alla ripresa del mercato Real Estate per le motivazioni precedentemente illustrate. La linea strategica futura è quella vagliata al termine del primo anno di crisi, nel 2008, e che prevede la trasformazione di Prelios S.p.A. in una *pure asset management company* ovvero un operatore immobiliare che si occupa esclusivamente della gestione di patrimoni per conto terzi. Di conseguenza è prevista l'alienazione della quasi totalità degli SPV e delle varie partecipazioni che rappresentano gli investimenti diretti del gruppo in iniziative di tipo immobiliare. Alla dismissione delle partecipazioni segue una graduale diminuzione dell'organico che è ormai in atto da diversi anni e che permetterà un recupero sui costi del personale ed organizzativi.

La lenta dismissione degli *asset* in ottica strategica ha comportato l'esigenza di ridefinire la struttura del debito del gruppo per far fronte ai finanziamenti in scadenza. Entrando nello specifico e premettendo che le negoziazioni sono

attualmente ancora in corso, Prelios si trova in fase di trattativa per oltre 500 milioni di Euro di nuovi finanziamenti. Dell'ammontare totale 350 milioni sarebbero forniti tramite un *club deal* ovvero un contratto sottoscritto da un gruppo di otto banche e da ammortizzare entro fine 2014, salvo ricevere stringenti garanzie quanto a debiti e capitale. Pirelli che non ha più nessun rapporto con Prelios ma rimane comunque azionista principale finanzia il resto erogando la liquidità aggiuntiva. Il debito verso Pirelli avrà una scadenza successiva a quella del *club deal* ma al fronte di un tasso di interesse superiore dello 0,5%.

2.2 La Prelios SGR⁸

La Prelios SGR nasce nel 2003 ed è la Società di Gestione Risparmio del gruppo posseduta al 90% dalla holding Prelios S.p.A. e per la restante parte da Banca Intesa.

Il *core business* dell'azienda è la gestione di fondi immobiliari e ad oggi la SGR gestisce 22 *Real Estate Funds* ed un veicolo immobiliare. Al 31 dicembre 2010 l'*asset under management* complessivo è pari a 5.322 milioni di Euro e risulta in leggera flessione rispetto ai 5.422 milioni dell'anno precedente. Per quanto riguarda il *Net Asset Value* del patrimonio gestito sempre al 31 dicembre 2010 il totale ammonta a Euro 2.362 milioni a fronte di Euro 2.311 milioni del 31 dicembre 2009.

La SGR detiene anche delle partecipazioni solo in alcuni dei propri fondi immobiliari per un valore complessivo al 31 dicembre 2010 all'incirca pari a 28,3 milioni di Euro. Di seguito i dettagli delle partecipazioni:

- **Fondo Olinda:** 5,2% delle quote in circolazione
- **Fondo Tecla:** 2,0% delle quote in circolazione
- **Fondo Cloe:** 60 quote corrispondenti al 5,0%
- **Fondo Enasarco Uno:** 1 quota corrispondente al 2,3%
- **Fondo Monteverdi:** 5 quote corrispondenti al 4,0%

⁸ I dati sono presi dall'ultimo rendiconto di gestione al 31 dicembre 2010

2.2.1 Il business model

Prelios SGR si configura come un gestore di patrimoni immobiliari che esternalizza ad attori esterni i servizi di *property, facility e project management* nonché i servizi di agenzia. Internamente la società svolge l'attività di *asset management*, quindi coordina e controlla l'operato degli *outsourcer*, e tutte le altre attività connesse alla gestione dei fondi.

I *service providers* dei diversi fondi sono, con poche eccezioni, società della capogruppo che di conseguenza si occupa di tutte le attività connesse alla gestione delle proprietà. I servizi di *facility* sono gli unici ad essere assegnati ad entità esterne alla Prelios S.p.A. per la ragione che il gruppo non è attivo nel business.

Inoltre la SGR si avvale di fornitori esterni della capogruppo per quanto riguarda l'*Information Technology*, i servizi amministrativi, la sicurezza, le comunicazioni, gli acquisti e la gestione dei contratti di assicurazione.

2.2.2 La struttura organizzativa

La SGR può contare su un organico composto da circa una sessantina di dipendenti. Al vertice della struttura organizzativa troviamo il Consiglio di Amministrazione di recente nomina da parte dell'assemblea dei soci. Il nuovo board è stato costituito nell'ottobre del 2011 e, come quello che lo ha preceduto, è composto da sette membri:

- **Paolo Ferro-Luzzi:** presidente e consigliere indipendente, ricopriva lo stesso ruolo anche nel precedente CDA
- **Valter Lazzari:** vice presidente e consigliere indipendente, ricopriva lo stesso ruolo anche nel precedente CDA
- **Pietro Mazzi:** consigliere, presente anche nel precedente CDA
- **Dario Frigerio:** consigliere e amministratore delegato di recente nomina
- **Ruggiero Respigo:** consigliere indipendente di nomina recente
- **Enrico Cantarelli:** consigliere indipendente di nomina recente

-
- **Umberto Tombari:** consigliere indipendente di nomina recente

Come si nota dall'elenco soprastante la società si è voluta dotare di un consiglio composto a maggioranza da consiglieri indipendenti che con il nuovo *board* passano da quattro a cinque. La misura è volta garantire la terzietà e l'autonomia decisionale del Board al fine assicurare gli investitori circa eventuali ingerenze della capogruppo nella gestione. Inoltre per agevolare i compiti del CDA nel corso dello scorso anno la SGR si è dotata di una struttura denominata Comitato di Fund Management che ha le funzioni di organo consultivo interno su determinate materie in ausilio sia del Consiglio di Amministrazione dell'Amministratore Delegato.

L'organizzazione prevede poi le funzioni di supporto alla *governance* ovvero il *Risk Management*, l'*Internal Auditing* e la *Compliance* che riportano direttamente al Consiglio d'Amministrazione.

E' stata di recente introdotta, novembre 2011, la figura dell'Amministratore Delegato precedentemente assente e le cui mansioni operative erano in capo al Direttore Generale. Il CEO nominato è Dario Frigerio proveniente da Citigroup e che può vantare una lunga carriera nel mondo finanziario con alle spalle esperienze nelle primarie società del settore. A lui rispondono l'ufficio *Legal Affairs*, l'unità organizzativa di *Advisory & Business Development* e di *Process Organization*. Il legale cura le problematiche legali concernenti la società ed i fondi. La struttura di *Advisory* si occupa dello sviluppo di nuovi progetti e delle attività straordinarie mentre il *Process & Organization*, di recente introduzione anch'esso, ha il compito di razionalizzare e ristrutturare i processi aziendali al fine di migliorarne l'efficienza e l'efficacia.

Il Direttore Generale, nella persona di Rodolfo Misitano, risponde direttamente all'Amministratore Delegato e da lui dipendono direttamente il *Chief Executive Officer* ed il Direttore Fondi. Il CFO è responsabile delle attività connesse all'amministrazione, alla finanza ed al controllo mentre il *Fund Director* è il responsabile dell'attività operativa della SGR ovvero della gestione dei fondi immobiliari.

Il *fund management* vero e proprio è affidato ad una struttura organizzativa di tipo divisionale che prevede quattro unità operative. Le *business units* sono responsabili separatamente dei fondi a loro assegnati e si distinguono fra di loro in base alle *asset classes* delle proprietà presenti nei fondi in gestione:

- **Divisione Office:** è l'unità organizzativa più consistente ed è quella della quale ho fatto parte nel mio periodo formativo nella SGR. Gestisce undici fondi con immobili a destinazione d'uso prevalentemente uffici.
- **Divisione Residential:** è responsabile di quattro fondi.
- **Divisione Retail:** è responsabile di tre fondi.
- **Divisione Industrial:** gestisce i restanti tre fondi ed il veicolo Excelsia Nove S.r.l. per conto terzi.

Per ogni divisione è presente un responsabile ed all'interno delle varie *business unit* si trovano i *fund manager*, gli *asset manager* e gli analisti. I *fund manager* sono responsabili di uno o più fondi e svolgono l'attività di gestione affiancati dagli *asset manager* e supportati dai *business analyst*.

Le divisioni non sono a “compartimenti stagni” ovvero quando le contingenze lo richiedono, e soprattutto per la gestione di situazioni critiche di un fondo, è possibile che vengano istituite *task force* trasversali alle *business units*.

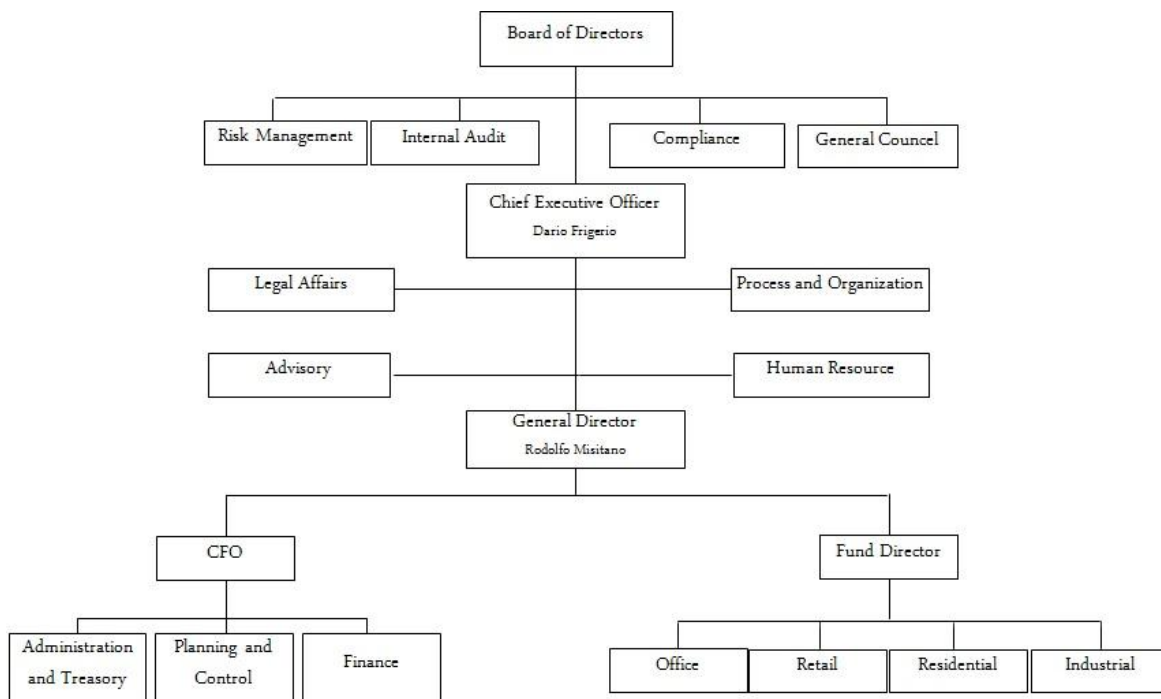


Figura 12: Organigramma aziendale Prelios SGR

2.2.3 I risultati economici recenti

Dalla sua fondazione la SGR ha sempre presentato risultati positivi e per quanto concerne l'esercizio in corso le aspettative sono le medesime. Di seguito diamo uno sguardo all'andamento economico della società con riferimento agli anni 2009 e 2010.

Il *business model* della società consente due categorie di introiti delle quali la principale sono le commissioni sui patrimoni in gestione. Gli altri proventi sono generati invece dalla partecipazioni che l'azienda detiene nei propri OICR (Olinda, Tecla, Cloe, Enasarco Uno e Monteverdi). I ricavi più consistenti nell'anno 2010 sono quelli dovuti alle commissioni fisse che ammontano a circa 32,4 milioni di Euro e registrano un decremento del 7,4% rispetto ai 35,1 milioni dell'anno precedente. La flessione è dovuta essenzialmente alla riduzione dell'*asset under management* che nel 2010 ha registrato alienazioni importanti senza essere bilanciato da acquisizioni della medesima portata. Con riferimento ai proventi da partecipazione nei fondi in portafoglio sono stati registrati un raddoppio dei ricavi che passano dai precedenti 1,41 milioni a 2,90 milioni nel 2010.

I costi più importanti sono quelli dovuti al personale che hanno subito un incremento molto consistente rispetto all'esercizio 2009 (2,34 milioni di Euro pari ad un aumento del 53,5 %). Tale variazione è dovuta principalmente al maggior numero di risorse impiegate in SGR a seguito del conferimento del ramo d'azienda "Asset Management Fondi e Staff" e di altro personale specializzato in servizi dalla capogruppo alla SGR. Infine una componente dell'aumento è dovuta agli stanziamenti per i compensi relativi ai piani di incentivo a lungo termine per il top management.

Il trasferimento a Prelios SGR di personale addetto a servizi di *asset management* e di *advisory* ha determinato da un lato una riduzione degli oneri per le consulenze e dall'altro un aumento dei costi operativi direttamente legati al personale (costi informatici, costi dello spazio...).

A conti fatti la gestione ha comportato un risultato netto pari a 13,7 milioni di euro, in leggero calo rispetto ai 14,3 milioni dell'anno precedente. Il ROE calcolato al 31 dicembre 2010 si attesta a circa il 37%, a fronte del 39% ottenuto nell'esercizio 2009.

(valori in migliaia di Euro)

	Anno 2010	Anno 2009
RICAVI	32.423	35.088
• Commissioni di gestione fisse	30.825	33.815
• Commissioni di gestione Variabili Annue	318	1.142
• Commissioni di gestione ricevute in delega	64	0
• Commissioni per altri servizi	892	17
• Proventi e recuperi vari	323	114
Costi	(14.272)	(16.267)
Commissioni passive	(899)	(535)
Costo per il personale	(6.707)	(4.371)
Servizi amministrativi	(1.433)	(1.591)
Altri servizi e consulenze	(2.086)	(6.037)
Marchio Pirelli	(126)	(341)
Altri costi Operativi	(1.879)	(1.444)
IVA indetraibile	(1.142)	(1.948)
Ammortamenti	(24)	(43)
Accantonamenti F.do Svalutazione Crediti	(69)	(1)
TOTALE COSTI	(14.365)	(16.311)
EBIT	18.058	18.777
Proventi distribuiti dai Fondi	2.899	1.415
Utili (perdite) da cessione di attività finanziarie	344	0
EBIT & IEP	21.300	20.191
Gestione Finanziaria	(525)	155
EBT	20.775	20.346
Imposte	(7.060)	(6.027)
Tax rate	34%	30%
Risultato Netto	13.715	14.319
ROS⁽¹⁾	56%	54%

(1) Il Return on Sales (ROS) esprime la redditività aziendale in relazione alla capacità remunerativa del flusso dei ricavi. E' dato dal rapporto tra reddito operativo e i ricavi.

Figura 13: Conto economico Prelios SGR

2.2.4 Prospettive future

E' intenzione della Società consolidare la propria attività nel settore dei fondi specializzati nei diversi settori immobiliari nonché sviluppare nuovi prodotti in linea con le più attuali esigenze del mercato e degli investitori istituzionali italiani ed esteri. In particolare la Società sta svolgendo un'intensa attività di analisi di nuovi segmenti di business come il *social housing* e lo sviluppo di nuove strutture di investimento come i "fondi di fondi".

Un'altra linea futura del *management* è legata alla considerazione che i fondi immobiliari possano essere la giusta risposta alle esigenze che stanno emergendo nell'ambito del settore delle Casse, degli Enti di Previdenza, degli Fondi Pensione degli Enti statali e territoriali oltre che del settore assicurativo privato anche alla luce delle recenti evoluzioni regolamentari che hanno interessato questi organismi. Si prevede di conseguenza un ulteriore potenziamento dell'attività nel settore pubblico e degli Enti di Previdenza già avviata con il Fondo Fedora e con il Fondo Enasarco Uno, anche attraverso la partecipazione a gare pubbliche per la gestione dei portafogli immobiliari di proprietà degli Enti mediante l'istituzione di fondi immobiliari dedicati. L'attuabilità della linea strategica nel breve termine è comunque subordinata agli esiti dell'ispezione della Banca d'Italia cominciata nel dicembre del 2010. Difatti la possibilità di istituire nuovi fondi da parte della SGR è stata temporaneamente sospesa fino al termine degli accertamenti e alla comunicazione delle prescrizioni.

A livello societario la controllante Prelios S.p.A. prevede iniziative di fusione come quella recentemente abbandonata con Fimit-Fondi Immobiliari Italiani SGR in quanto il percorso di integrazione non è risultato compatibile nei tempi con il piano di sviluppo immobiliare di Prelios già avviato e con il processo di riorganizzazione di Fimit. In ogni caso sono attualmente in fase di studio altri progetti sempre nell'ottica di incrementare l'*asset under management*, in linea con gli obiettivi della capogruppo.

Infine sono al vaglio dei progetti di collaborazione con altri operatori immobiliari allo scopo di creare sinergie ed aumentare il patrimonio gestito.

2.3 I fondi gestiti

Come anticipato la SGR gestisce 22 fondi immobiliari di cui due sono quotati e dallo scorso esercizio svolge servizi di gestione e cessione di un portafoglio immobiliare ricevuto in gestione da Excelsia Nove S.r.l., società di investimento immobiliare controllata da investitori esteri.

Al 30 giugno 2011 il *total asset under management* è pari a 5,66 miliardi di euro per un valore di mercato del patrimonio immobiliare che si aggira attorno 5,24 miliardi.

Il NAV totale dei fondi in gestione è pari a circa 2,29 miliardi mentre la leva media calcolata sul valore di mercato è pari a circa il 49%.

Tabella 2: Fondi in gestione al 30 giugno 2011

Business Unit Office	Tipologia	Investitori	Asset Class	Costituzione	Quote	Immobili	Asset	OMV	Loan	NAV
Anastasia	Ordinario	Riservato	Uffici	dicembre 2007	562	7	339	319	152	180
Armilla	Ordinario	Riservato	Uffici	settembre 2006	354	14	274	239	137	105
Clarice	Ordinario	Riservato	Uffici/Light industrial	marzo 2004	360	70	227	222	111	114
Cloe	Ordinario	Riservato	Uffici	giugno 2004	1.194	11	569	548	305	241
Fedora	Ordinario	Riservato	Uffici	giugno 2007	110	4	29	19	-	29
FIRPS	Ordinario	Riservato	Uffici	marzo 2007	420	32	296	289	150	144
Hospitality & Leisure	Speculativo	Riservato	Turistico	giugno 2006	44	4	102	88	80	16
Monteverdi	Speculativo	Riservato	Uffici/Commerciale	giugno 2010	124	8	96	86	27	63
Patrimonio Uffici	Speculativo	Riservato	Uffici	novembre 2006	201	145	158	152	112	32
Social & Public	Speculativo	Riservato	Uffici/Commerciale	dicembre 2007	150	22	249	235	213	28
Tecla	Ordinario	Retail	Uffici	dicembre 2003	646.590	28	602	527	248	339
Vivaldi	Speculativo	Riservato	Uffici/Commerciale	agosto 2008	40	1	48	46	31	15
						346	2.989	2.769	1.565	1.306
Business Unit Retail										
Olinda	Ordinario	Retail	Commerciale	dicembre 2004	522.107	31	607	550	289	301
Progetto Uffici	Speculativo	Riservato	Commerciale	dicembre 2006	62	1	211	196	138	46
Retail & Entertainment	Speculativo	Riservato	Commerciale	giugno 2007	172	2	204	176	70	128
						34	1.022	922	497	474
Business Unit Residential										
Città di Torino	Speculativo	Riservato	Residenziale	settembre 2007	69	17	129	127	92	29
Enasarco Uno	Speculativo	Riservato	Residenziale	dicembre 2010	66	173	33	31	-	32
Diomira	Speculativo	Riservato	Residenziale	luglio 2006	245	73	57	54	27	18
Portafogli Misti	Speculativo	Riservato	Residenziale	dicembre 2006	19	76	32	31	28	2
Progetto Residenziale	Speculativo	Riservato	Residenziale	dicembre 2006	28	-	1	-	-	1
						339	251	242	148	80
Business Unit Industrial										
Spazio Industriale	Ordinario	Riservato	Industrial	dicembre 2005	563	223	533	471	269	252
Raisa	Speculativo	Riservato	Terziano/Light industrial	dicembre 2005	511	223	283	270	100	177
Excelsia Nove S.r.l.	Veicolo immobiliare	-	-	-	-	336	584	568	-	-
						782	1.400	1.310	369	429
Prelios SGR						1.501	5.662	5.243	2.579	2.290

Come si evince dalla tabella soprastante la maggior parte del portafoglio immobili in gestione è costituito da uffici, seguono la destinazione d'uso commerciale ed industriale, gli investimenti in ambito residenziale sono invece la parte meno rilevante.

Per quanto riguarda l'andamento i ritorni sono molto diversi a seconda del fondo preso in considerazione, in ogni caso alcuni occupano i primi posti nelle classifiche nazionali in termini di IRR come mostra la tabella sottostante.

Tabella 3: Classifica Scenari Immobiliari dei primi 20 fondi immobiliari italiani

N°	Fondo	SGR	IRR				Δ % IRR 2010 - 2007	Patrimonio Immobiliare al 31/12/2010 (€/mln)
			2007	2008	2009	2010		
1	Cloe Fondo Uffici	Prelios SGR	26,1%	22,8%	20,2%	18,4%	-7,8%	548
2	FIP- Fondo Immobili Pubblici	Investire Immobiliare SGR	25,0%	19,8%	17,8%	17,9%	-7,1%	3.399
3	FIRPS- Fondo Imm. Pubblico Regione Siciliana	Prelios SGR	n.a.	11,9%	20,5%	17,5%	n.a.	290
4	Patrimonio Uno	BNP Paribas REIM SGR	24,4%	20,1%	16,6%	16,5%	-7,9%	692
5	Atlantic 2 Berenice	First Atlantic RE SGR	25,1%	21,2%	16,7%	15,1%	-9,9%	549
6	Tecla Fondo Uffici	Prelios SGR	21,1%	17,8%	16,0%	14,4%	-6,7%	542
7	Clarice Light Industrial	Prelios SGR	17,4%	15,7%	13,7%	13,2%	-4,1%	228
8	Fondo Alpha	FIMIT	17,6%	15,4%	14,3%	13,2%	-4,4%	453
9	Armilla	Prelios SGR	26,2%	16,0%	13,3%	12,5%	-13,7%	239
10	Olinda Fondo Shops	Prelios SGR	18,5%	14,7%	11,8%	11,0%	-7,5%	556
11	Fondo Beta	FIMIT	10,1%	12,0%	11,3%	11,0%	0,9%	169
12	Atlantic 1	First Atlantic RE SGR	37,0%	21,2%	12,6%	10,8%	-26,2%	670
13	Spazio Industriale	Prelios SGR	41,6%	22,7%	15,4%	10,4%	-31,2%	529
14	Donatello (Comparto David)	Sorgente SGR	n.a.	n.a.	n.a.	9,0%	n.a.	139
15	Baglioni	Sorgente SGR	13,3%	11,1%	6,4%	8,0%	-5,3%	54
16	Cosimo I	Castello SGR	n.a.	n.a.	7,2%	6,0%	n.a.	173
17	Securifondo	Beni Stabili Gestioni SGR	7,3%	6,9%	6,3%	5,9%	-1,4%	145
18	Amundi RE Italia	Amundi RE Italia SGR	7,6%	6,7%	5,9%	5,7%	-1,9%	244
19	Estense Grande Distribuzione	BNP Paribas REIM SGR	6,0%	6,0%	5,1%	5,2%	-0,8%	394
20	Unicreditto Immobiliare Uno	Torre SGR	6,7%	6,3%	5,8%	5,2%	-1,5%	394

Vi sono poi altri fondi che si trovano in situazioni critiche per svariate ragioni ma dovute in prevalenza alla situazione di crisi dell'economia in generale e del mercato immobiliare. Il fondo Patrimonio Uffici, Social & Public, Portafogli Misti e Diomira presentano problematiche relative al finanziamento generate dai ritardi del piano vendite. Hospitality & Leisure rileva delle difficoltà a livello di *tenants* ed infine Vivaldi, che è un'area in fase di sviluppo, è ad oggi paralizzato a causa delle lentezze burocratiche connesse alle autorizzazioni.

2.4 Il fondo Tecla⁹

Il Fondo Tecla è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso istituito mediante apporto di beni da parte di soggetti privati. Nasce nel novembre 2003 a seguito del conferimento di 65 immobili da parte della società Tiglio I S.r.l.. Il valore degli immobili, comunque scontato per via del conferimento in blocco, viene stimato dagli esperti indipendenti in 808 milioni di euro ed il fondo si accolla anche il debito complessivo allocato sulle proprietà pari a 485 milioni di euro. La quasi totalità delle quote emesse al fronte dell'apporto vengono successivamente offerte al pubblico e collocate sulla borsa di Milano nel marzo del 2004 ad un prezzo massimo di 520 euro per titolo.

Inizialmente il 10% dei titoli di partecipazione era rimasta in capo a Tiglio I e successivamente venduto, mentre il 2% era stato acquistato dalla ex Pirelli Re SGR ed alla data odierna è ancora di proprietà della Prelios SGR. Ad oggi solo il 12% delle quote è ancora sul mercato mentre l'86% è stato acquisito dalla società Gamma RE (partecipata al 51% da Morgan Stanley ed al 49% da Prelios Group) a seguito di una OPA effettuata nel luglio del 2007.

Tecla viene dunque istituito nella modalità di fondo ad apporto e con una durata prevista di sette anni, con scadenza al 31 dicembre 2011, e la possibilità di prorogare la scadenza di ulteriori tre anni, come vedremo in seguito. La leva finanziaria iniziale, a seguito dell'atto di accollo della quota parte del debito di Tiglio I, era pari al 52,4% del valore di mercato dei beni immobili.

⁹ I dati sono presi dall'ultimo rendiconto di gestione del 30 giugno 2011

Il patrimonio immobili era ed è composto da palazzi uffici e centraline telefoniche prevalentemente situati in grandi città. Il Fondo si caratterizza per uno stile di gestione prevalentemente *core* e *core plus*, ma all'interno del portafoglio ha sempre detenuto alcuni immobili di tipo *value added*.

2.4.1 Il fondo in sintesi

L'*Open Market Value* complessivo del patrimonio di Tecla è pari a 526,7 milioni di euro ed il fondo presenta un *NAV* di circa 339 milioni con riferimento al 30 giugno 2011. La leva finanziaria in rapporto all'*OMV*, o *Loan To Value*, è inferiore al 50% per un debito totale di 248,2 milioni di euro. Anche Tecla viene sottovalutato dal mercato e registra uno sconto sul *NAV*, alla data dell'ultimo rendiconto, del 19,1% (oggi lo sconto è al 33%). Dalla data del collocamento al 30 giugno 2011 il Fondo ha rimborsato il 35,9% del capitale inizialmente versato dall'investitore.

Tabella 4: Sintesi dei dati principali di Tecla

Tabella 1: Il Fondo Tecla in sintesi		Collocamento	31 Dicembre 2004	31 Dicembre 2005	31 Dicembre 2006	31 Dicembre 2007	31 Dicembre 2008	31 Dicembre 2009	31 Dicembre 2010	30 Giugno 2011
Patrimonio Immobiliare	n° immobili	65	62	61	55	52	42	37	30	28
Mq complessivi lordi	mq	513.655	497.840	491.213	419.171	398.825	359.298	338.274	288.533	279.529
Distribuzione geografica	%	69% Roma, Milano, Torino	70% Roma, Milano, Torino	70% Roma, Milano, Torino	68% Roma, Milano, Torino	64% Roma, Milano, Torino	64% Roma, Milano, Torino	67% Roma, Milano, Torino	62% Roma, Milano, Torino	60% Roma, Milano, Torino
Valore di mercato immobiliare ⁽¹⁾	€ mln	925,8	922,8	912,3	805,3	793,6	737,8	708,3	542,3	526,7
Costo storico ⁽²⁾	€ mln	787,0	776,6	764,6	675,6	623,8	585,2	578,7	448,1	435,5
Redditività lorda ⁽³⁾	%	6,8%	7,1%	7,2%	7,1%	7,1%	6,5%	6,7%	7,4%	7,1%
Debito ⁽⁴⁾	€ mln	484,9	464,0	455,4	399,6	366,0	340,4	339,2	256,4	248,2 ⁽⁵⁾
Loan to Value (LTV)	%	52,4%	50,3%	49,9%	50,3%	46,6%	46,1%	47,9%	47,3%	47,1%
Loan to Cost (LTC)	%	61,6% ⁽⁶⁾	59,7%	59,6%	60,0%	59,3%	57,2%	58,6%	57,2%	57,0%
Net Asset Value (NAV) ⁽⁸⁾	€ mln	323,3 (€ 500/quota)	472,5 (€ 730,7/quota)	478,7 (€ 740,30/quota)	455,8 (704,91/quota)	454,1 (702,3/quota)	397,5 (614,82/quota)	377,4 (583,7/quota)	345,85 (534,9/quota)	339,00 (524,3/quota)
Distribuzione proventi totale ⁽⁷⁾	€ mln	0	21,6	28,7	33,8	40,9	17,24	39,37	25,53	25,53
Distribuzione proventi per quota ⁽⁷⁾	€/quota	0	33,45	44,35	52,20	63,30	26,66	60,88	39,48	39,48
Rimborso Capitale totale ⁽⁷⁾	€ mln	0	14,0	5,8	14,1	43,5	15,64	5,58	0,00	14,46
Rimborso Capitale per quota ⁽⁷⁾	€/quota	0	21,58	8,90	21,73	67,26	24,19	8,63	0,00	22,37
Valore nominale delle quote ⁽⁸⁾	€/quota	500	484,5	475,7	447,8	412,2	363,4	366,3	343	343
Prezzo quotazione Borsa	€/quota	505	514	506	531	590	396	422	449	424

⁽¹⁾ Valutazioni Semestrali Patrigest.

⁽²⁾ Determinato come valore di conferimento al netto delle vendite effettuate ed aumentato delle spese di manutenzione straordinaria.

⁽³⁾ Rapporto tra affitti annualizzati (comprensivi delle garanzie, fino a loro scadenza) alla data di riferimento ed il costo storico alla data di riferimento.

⁽⁴⁾ Nella tabella si riporta il debito outstanding al netto del rimborso dell'ala allocata sugli immobili venduti alla data del rendiconto.

⁽⁵⁾ Il LTC effettivo al momento dell'apporto è del 60% in quanto il debito indicato include il finanziamento per l'acquisto di un immobile prelatonato (Firenze, Via Cavour) non considerato nel costo storico riportato nella tabella.

⁽⁶⁾ Si tratta del valore contabile riportato in rendiconto alla data di riferimento.

⁽⁷⁾ Importi di competenza relativi ai periodi di riferimento.

⁽⁸⁾ Valore al netto dei rimborsi parziali di quote percepiti dal collocamento al periodo di riferimento.

Da quanto si evince dalla tabella, dal collocamento ad oggi, sono stati venduti dal fondo 37 proprietà corrispondenti all'alienazione del 46% della superficie lorda e del 45% in termini di *book value* degli immobili. Le condizioni di mercato sfavorevoli hanno impattato negativamente anche su Tecla che ad oggi dovrebbe essere in fase di liquidazione invece si trova ancora con la maggior parte del patrimonio da dismettere.

In ogni caso la performance del fondo dalla sua costituzione al 30 giugno 2011 è stata è stata molto elevata per la tipologia di investimento. Dal punto di vista

dell'investitore si è rilevato un *dividend yield* che si attesta all'11,6% annuo ed un IRR (*Internal Rate of Return*) pari al 14,0%.

2.4.2 Il portafoglio immobiliare

Al 30 giugno 2011 il portafoglio del Fondo Tecla è costituito da 28 immobili la cui superficie totale è pari 279.529 sqm per un costo storico pari a 435,5 milioni di euro. La destinazione d'uso prevalente è uffici, il 67% del totale, ma hanno un peso considerevole anche le superfici ad uso *light industrial* rappresentate dalle centraline Telecom.

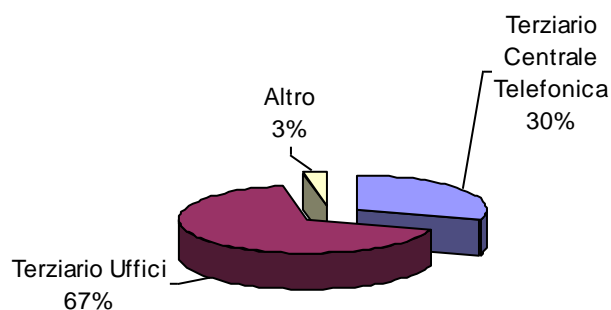


Figura 14: Distribuzione dell'OMV di Tecla per destinazione d'uso

La dislocazione geografica del patrimonio, in termini di costo storico, è prevalentemente in grandi città come Milano, Torino, Roma e Palermo. Solo il 35% del valore degli *asset* si trova in location di secondaria importanza.

Per quanto riguarda i conduttori gli immobili sono per la quasi totalità locati a *tenenats* di primaria importanza. In particolare il 52% del totale affitti è corrisposto da società di telecomunicazioni e circa il 48% da grandi aziende o pubbliche amministrazioni. I contratti di locazione degli attuali inquilini sono per la maggior parte a medio-lungo termine come mostra la tabella sottostante.

Tabella 5: Allocazione dell'OMV in base alle fasce di scadenza dei canoni

Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni Immobili	Importo dei canoni			
		Locazione non finanziaria (a)	Locazione finanziaria (b)	Importo Totale (c = a + b)	%
Fino a 1 anno	20.344.015	1.232.878		1.232.878	3,98%
Da oltre 1 a 3 anni	62.611.249	4.305.934		4.305.934	13,89%
Da oltre 3 a 5 anni	92.891.709	5.710.356		5.710.356	18,41%
Da oltre 5 a 7 anni	91.016.418	6.950.401		6.950.401	22,41%
Da oltre 7 a 9 anni	3.190.174	150.000		150.000	0,48%
Oltre 9 anni	185.008.000	12.661.583		12.661.583	40,83%
A - TOTALE DEI BENI IMMOBILI LOCATI	455.061.565	31.011.152		31.011.152	100%
B - TOTALE DEI BENI IMMOBILI NON LOCATI	71.668.435				

Il rendimento del patrimonio immobiliare al 30 giugno 2011 è pari al 7,1% , calcolato sul costo storico degli immobili e il tasso di *vacancy* complessivo di Tecla è pari all'11,3% .

Tabella 6: Patrimonio immobiliare di Tecla al 30 giugno 2011

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO AL 30/06/11											
N.	Descrizione e Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipoteche	Ulteriori informazioni
					Canone per m ²	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
ROMA											
1	via del Serafico, 200	Terzario/Uffici	1976	29.109	187	affitto	2007-2012	Altre aziende	99.777.627	57.579.590	
2	via del Tritone, 142	Terzario/Uffici	1930	5.395	416	affitto	2011	Altre aziende	30.885.289	18.464.232	
3	via delle Conce, snc	Centrale telefonica/Terzario	1945	6.702	174	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	13.849.684	7.909.549	
4	via E.Chianesi, 110	Terzario/Uffici	1970	3.423	0	ind. occupaz.ne	2010	Altre aziende	6.638.363	3.746.748	
5	via della Bufalotta, 241	Centrale telefonica/Terzario	1975	3.707	175	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	6.479.846	3.700.638	
				48.335					157.630.809	91.400.757	
MILANO											
6	via Garbaleadi 99	Terzario/Uffici/Residenziale	1962	2.774	79	affitto	2007-2012	Altre Aziende	8.484.211	4.847.741	
7	via Alserio, 10	Terzario/Uffici	1965	9.245	141	affitto	2008-2013	Altre Aziende	25.245.428	14.180.794	
8	via Piana, 38	Centrale telefonica/Terzario	1945	13.357	120	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	20.178.543	11.523.777	
9	via Rovigo, 10	Centrale telefonica/Terzario	1945	2.905	104	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	3.060.990	1.748.130	
				28.280					56.969.173	32.300.442	
TORINO											
10	Via Bertola, 34	Terzario/Uffici	1961	15.281	114	affitto	2008-2012	Pubblica Amministrazione	33.325.005	18.804.129	
11	via Mezzenile, 11	Terzario/Uffici	1968	7.200		sfitto			7.047.850	4.009.400	
				22.481					40.372.855	22.813.530	
POZZUOLI											
12	via Campi Flegrei, 34	Uffici integrati con attività produttive	1954	61.028	92	affitto	2007-2011	Altre aziende	55.363.947	30.824.354	
PALERMO											
13	via Ugo la Malfa, 99	industriale	1975	12.894	97	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	13.125.450	7.495.940	
14	via Manzoni, 2 - 8	Centrale telefonica/Terzario	1945	6.879	108	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	9.175.320	5.240.022	
				19.773					22.300.770	12.735.962	
MONZA											
15	Via Moise, snc	Centrale telefonica/Terzario	1945	12.897	114	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	17.774.313	10.150.904	
VIMODRONE											
16	Via delle Industrie, 11	Uffici integrati con attività produttive	1989	10.641	99	affitto	2009-2013	Altre Aziende	17.793.882	9.438.770	
CAGLIARI											
17	via Bolardo, 12	Centrale telefonica/Terzario	1945	8.908	126	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	12.619.677	7.207.093	
PAVIA											
18	via Taegio, 3	Centrale telefonica/Terzario	1945	8.662	105	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	10.523.481	6.009.956	
IVREA e dintorni											
19	via Jervis, 9 - lco ex Trasporti	Uffici integrati con attività produttive	1950	10.923	48	affitto	2010-2011		4.023.571	2.385.579	
20	Corso Re Umberto, 25	Terzario/Uffici	1800	3.679	49	affitto	2008-2012	Pubblica Amministrazione	3.669.587	2.067.034	
				14.602					7.693.158	4.452.612	
TREVISO											
21	via Dandolo, 12	Centrale telefonica/Terzario	1975	7.001	56	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	4.216.193	2.407.866	
PARMA											
22	via Po, 7	Centrale telefonica/Terzario	1975	5.973	101	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	6.468.796	3.694.327	
CASSINA DE PECCHI											
23	Strada privata per Cascina Malpaga	Centrale telefonica/Terzario	1945	12.393	55	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	6.331.940	3.616.169	
NOVARA											
24	Piazza G. Matteotti, 2 - 4	Centrale telefonica/Terzario	1880	4.371	116	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	5.912.870	3.376.838	
BUSTO ARSIZIO											
25	via A. da Brescia, snc	Centrale telefonica/Terzario	1975	3.904	104	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	4.165.191	2.378.739	
SANREMO											
26	via G. Borea, snc	Centrale telefonica/Terzario	1992	2.570	114	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	3.723.136	2.126.281	
RAVENNA											
27	via A. Testi Rasponi, 22	Centrale telefonica/Terzario	1910	2.692	88	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	3.068.640	1.752.499	
TARANTO											
28	via Massaccio, 26	Centrale telefonica/Terzario	1966	5.017	65	affitto	2021	Società di Telecomunicazioni	2.573.068	1.469.478	
28 TOTALE				279.529					435.501.898	248.156.579	

Il patrimonio immobiliare del Fondo può essere suddiviso in *cluster* omogenei per tipologia di destinazione d'uso ed *asset class*:

- **Immobili Trophy:** il fondo Tecla attualmente detiene un'unica proprietà considerata di elevato profilo dal punto di vista delle condizioni manutentive, della *location* e del conduttore ovvero l'immobile di Via del Tritone a Roma. Lo stabile è un fabbricato di cinque piani ad uso uffici con superficie lorda pari a 5.400 sqm e si trova in prossimità del centro della Capitale. Ospita il noto gioielliere internazionale BVLGARI con un contratto a lungo termine appena rinegoziato che consente un rendimento del 7,3% sul costo storico
- **Immobili Core e Long Term:** sono diciassette stabili con destinazione d'uso uffici o centrale telefonica (*light industrial*) affittati completamente a Telecom con contratti a lungo termine con scadenze oltre il 2020. Sono dislocate un po' ovunque sul territorio nazionale e si considerano investimenti di tipo *core* gli immobili situati nelle grandi città in prossimità del centro storico mentre vengono ed investimenti *long term* le proprietà nelle città secondarie. Gli immobili *long term* sono comunque in eccellenti condizioni manutentive ma il loro *ranking* è degradato per via della posizione. Il cluster garantisce al fondo un rendimento sul costo storico molto elevato e pari all'8,8%.
- **Immobili Core Plus:** in questo gruppo troviamo gli immobili del fondo che possono essere accomunati in quanto presentano tassi di *vacancy* piuttosto elevati, conduttori con scadenze a breve e necessitano di interventi di manutenzione straordinaria. Tecla detiene numerose proprietà di questo tipo di varie dimensioni e situate in contesti anche sensibilmente differenti. A titolo di esempio si considerano *core plus* il complesso di via del Serafico a Roma piuttosto che gli immobili siti ad Ivrea. Complessivamente si identificano sei *asset value added* che garantiscono un rendimento sul *book value* pari al 6,8%.
- **Immobili Value Added:** i restanti quattro immobili sono considerati *value added* in quanto sono completamente sfitti, o si svuoteranno a breve, e

necessitano di ristrutturazioni importanti. Tali proprietà sono situate in via Alserio e Corso Garibaldi a Milano, in via Mezenile a Torino e in via Chianesi a Roma. La valorizzazione di questi beni ai fini della dismissione sarà oggetto di trattazione nelle parti successive dell'elaborato.

2.4.3 La proroga dei termini di durata e di *financing* di Tecla

Le condizioni di mercato non favorevoli dell'economia in generale e del mercato immobiliare in particolare non avrebbero reso possibile la dismissione del patrimonio entro i termini definiti dal regolamento e di conseguenza è stata necessaria una proroga della durata del Fondo. Inizialmente la scadenza era prevista per il 31 dicembre 2011 ma dati i ritardi sul piano vendite il Consiglio di Amministrazione nel luglio 2010 ha prorogato la durata di Tecla di ulteriori tre anni, fino al 31 dicembre 2014.

Alla costituzione Tecla aveva ottenuto un finanziamento della durata di dieci anni pari al 60% del valore di conferimento degli *asset* e al 52% del valore di mercato degli immobili per un totale di 485 milioni di euro. Gli interessi passivi del debito erano calcolati sulla base del tasso *Euribor* scelto dal debitore (uno, tre o sei mesi) incrementato di uno spread di 115 punti base ed il piano di rimborso del debito era legato al piano di dismissione dei beni. I termini di restituzione prevedevano un rientro del 110% del debito allocato su ogni immobile e quindi una *release* del 10%. Il contratto prevedeva infine una restituzione dell'eventuale debito residuo dall'ottavo anno in poi in tre tranches eguali. Le stesse motivazioni sottostanti alla proroga della durata del Fondo hanno implicato anche una revisione del contratto di finanziamento iniziale.

Il nuovo *financing* recentemente negoziato prevede differenti condizioni a seconda che si finalizzi o meno entro la fine del 2011 la trattativa di vendita del pacchetto di cinque immobili per cui il fondo ha ricevuto una manifestazione di interesse. Il nuovo accordo prevede una restituzione alla data di modifica di 20 milioni di euro e:

-
- **Scadenza:** 30 giugno 2014 con possibilità di estensione al 30 settembre 2014 nel caso in siano stati sottoscritti preliminari di acquisto sufficienti al rimborso del debito residuo nell'arco del terzo trimestre dell'anno.
 - **Rimborso:** in caso di vendita di un immobile il fondo dovrà restituire contemporaneamente:
 - Il 125% del debito allocato sull'immobile qualora il pacchetto venga venduto entro il dicembre 2011.
 - 130% del debito allocato sull'immobile per le vendite qualora il pacchetto non venga venduto.
 - **Quote di Ammortamento:** nessuna qualora il pacchetto venga ceduto altrimenti il debito dovrà essere restituito in più *tranches*.
 - 31 dicembre 2011: 6,5 milioni di euro
 - 30 giugno 2012: 6,5 milioni di euro
 - 31 dicembre 2012: 34 milioni di euro
 - 30 giugno 2013: 13 milioni di euro
 - 31 dicembre 2013: 46 milioni di euro
 - 30 giugno 2014: 130 milioni di euro

Il rimborso obbligatorio per le vendite (ALA+realiese) andrà a ridurre per pari importo le rate di ammortamento sopra previste.

- **Spread:** calcolato sul tasso Euribor prevede 250 bps qualora il pacchetto venga venduto. In caso contrario:
 - 250 bps dal 1 gennaio 2012
 - 275 bps dal 1 gennaio 2013

- 300 bps dal 1 gennaio 2014;

- **Linea Capex:** pari a 21 milioni di euro ridotti a 15 nel caso di vendita del pacchetto.

La scadenza prevista del fondo è fissata al 31 dicembre 2014 e i termini imposti dal contratto di finanziamento fanno sì che ad oggi restano all'incirca tre anni per la dismissione degli *asset* rimanenti, corrispondenti a più della metà del portafoglio in termini di valore e superficie rispetto alla data di costituzione di Tecla. Occorre di conseguenza pianificare dettagliatamente le azioni da intraprendere su ogni singola proprietà per valorizzarla al meglio ai fini della dismissione tenendo conto dei limiti temporali imposti.

Capitolo 3: STRATEGIE DI DISMISSIONE E CASI DI STUDIO DEL FONDO TECLA

Il capitolo si propone di arrivare per passi all'illustrazione dei casi pratici. Nel primo paragrafo vengono illustrate le basi teoriche necessarie a comprendere le parti successive. La seconda parte espone il processo seguito dalla SGR per arrivare a delineare la strategia finale da mettere in atto su immobili *value added* ed al quale ho attivamente partecipato. Gli ultimi paragrafi costituiscono la parte *core* della trattazione e illustrano i progetti sui quali ho lavorato durante la mia esperienza nella SGR del gruppo Prelios. Per ragioni di riservatezza i dati pubblicati nel presente elaborato non sono quelli reali dei casi che ho seguito ma sono stati falsati in modo da giungere comunque alle medesime conclusioni.

3.1 Valorizzazione di un bene immobile e strategie di dismissione

Le politiche di dismissione di una proprietà non possono prescindere da una stima del valore della proprietà stessa che è un indicatore fondamentale sia in fase di negoziazione del prezzo di vendita che nel processo di definizione della strategia da attuare.

3.1.1 Criteri di valorizzazione di un immobile¹⁰

La stima del valore di un bene immobile può essere effettuata con diverse metodologie che non sono mutuamente esclusive ma possono essere applicate in parallelo per poi arrivare ad un parere di sintesi basato sulle risultanze dei diversi approcci utilizzati.

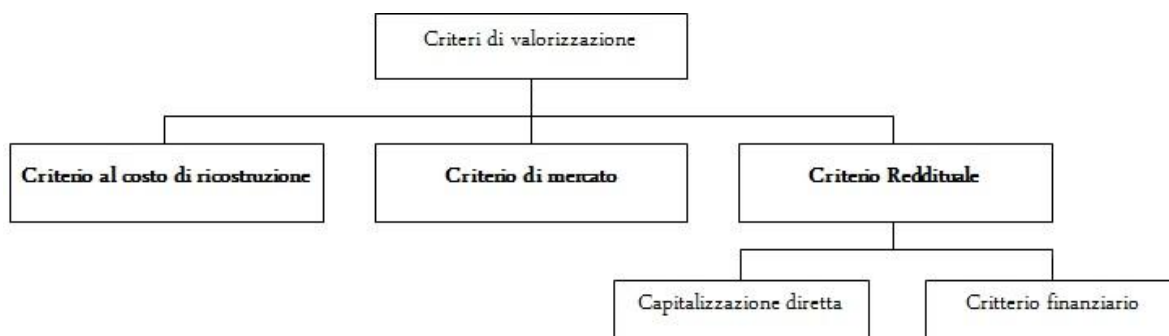


Figura 15: Criteri di valorizzazione

Criterio al costo di ricostruzione

La metodologia valutativa si basa sull'assunto che nessun investitore razionale sarebbe disposto a pagare un prezzo superiore a quello di acquisto dell'area in cui è situato lo stabile e di costruzione dello stabile stesso. Il metodo è un approccio lato compratore in quanto il potenziale acquirente valuta l'*asset* non solo sulla base dei prezzi di mercato o della rendita che può garantire il bene ma anche sul costo di sviluppo di un immobile costruito su misura per le proprie esigenze.

Il criterio è molto utilizzato per valutare immobili di recente edificazione e in campo assicurativo per stabilire i premi delle polizze.

Il valore dell'immobile viene individuato come somma di tre effetti:

- **Costo del fabbricato:** ovvero la stima dei costi diretti ed indiretti di costruzione dello stabile.
- **Costo dell'area:** su cui insiste l'edificio.

¹⁰ Hoesli, M., & Morri, G. (2010). *L'investimento immobiliare. Mercato, valutazioni, rischio e portafoglio*. Hoepli.

-
- **Fattori di deprezzamento:** dovuti al deterioramento fisico, funzionale e ambientale del bene.

La somma dei costi dell'area e di costruzione al netto del deprezzamento determina il valore dell'immobile considerato.

Criterio di mercato

Con il criterio di mercato si determina il valore dell'*asset* attraverso un'analisi comparativa che prevede la ricerca di transazioni di immobili con caratteristiche analoghe a quelle del bene in oggetto. Il concetto sottostante al criterio è che il valore della proprietà considerata è strettamente legato al prezzo di immobili comparabili e proposti sul mercato in maniera competitiva.

Le similarità o le differenze fra il bene ed i *comparables* vanno individuati in relazione a:

- Motivazioni di acquirenti e venditori
- Condizioni di mercato al momento della transazione
- Dimensione degli immobili
- Localizzazione
- Caratteristiche fisiche e manutentive
- Profilo reddituale del bene
- Struttura finanziaria della transazione

La metodologia è applicabile nella misura in cui sono affidabili e disponibili sufficienti informazioni a riguardo delle caratteristiche sopra elencate. Il criterio è applicato soprattutto per immobili a destinazione d'uso residenziale, commerciale o industriale, mentre nel caso di uffici la valorizzazione a mercato è più complessa in quanto solitamente manca un dato molto importante: il profilo reddituale dei *comparables*.

La procedura prevede:

- **Ricerca delle informazioni:** si rilevano le caratteristiche delle transazioni o delle proposte di vendita di *asset* simili a quello oggetto di valutazione. Le fonti informative sono molteplici, a titolo di esempio possono essere database di enti pubblici e di data providers professionali, pubblicazioni specialistiche o colloqui con le controparti che hanno portato a termine le trattative.
- **Verifica delle informazioni:** il valutatore per assicurarsi dell'accuratezza delle informazioni dialoga possibilmente con le controparti coinvolte nell'operazione e/o con i finanziatori.
- **Selezione dell'unità di misura:** una volta raccolte e verificate le informazioni occorre ricondurle ad una unità di misura da applicare per valutare il bene in oggetto. Solitamente l'unità scelta è il valore al metro quadro che moltiplicato per le superfici dell'*asset* comparato fornisce una prima stima del prezzo.
- **Analisi e rettifica dei comparables:** si rettificano le differenze fra il bene oggetto di valutazione ed i *comparables* per arrivare ad una valutazione definitiva.

Criterio reddituale

Gli immobili che generano reddito e che vengono acquistati e detenuti come investimento vengono normalmente valutati dal potenziale acquirente in base alla loro capacità di produrre profitti. Il criterio reddituale è un insieme di metodologie che consente di effettuare una stima del valore di un *asset* attualizzando i costi ed i benefici che questo produce nel tempo.

I diversi metodi richiedono quindi una stima dei flussi di cassa attuali e futuri dell'investimento ed una loro attualizzazione sulla base del rischio associato all'investimento. Per la stima dei benefici futuri occorre ricavare:

- **Ricavi potenziali:** è il ricavo che un determinato immobile può garantire in caso di completa occupazione a canoni di mercato, è anche detto *market rent*. Per la previsione dell'*ERV* è necessario procedere ad un'analisi di mercato

che permetta di ottenere il valore in euro al metro quadro per ogni superficie dell'*asset* considerato.

- **Ricavi effettivi:** è il ricavo potenziale diminuito della *vacancy* prevista. La rettifica tiene conto delle perdite dovute allo spazio non occupato, del *turnover* dei conduttori e dell'eventuale morosità degli stessi. Anche in questo caso si rendono necessarie delle ricerche di mercato volte ad individuare il tasso di sfritto.
- **Ricavi da cessione:** è necessaria una stima dei ritorni per l'investitore generati dall'alienazione del bene nonché dei costi connessi all'operazione.

Per quanto riguarda invece i costi è necessario stimare le spese operative e quelle di manutenzione straordinaria che saranno a carico della proprietà.

- **Spese operative:** possono essere suddivise in fisse e variabili nei confronti del tasso di *vacancy*. I costi invariabili sono ad esempio l'ICI o le assicurazioni e la loro stima non è difficile in quanto sono piuttosto stabili nel tempo. Gli altri costi che sono in funzione dell'*occupancy rate* sono i servizi per la gestione dell'immobile (portineria, gestione del verde...), la manutenzione ordinaria e tutti gli oneri in capo alla proprietà come il *property* ed il *facility management*. Per la stima delle spese operative si utilizzano solitamente le serie storiche.
- **Spese straordinarie:** salvo quando stabilito diversamente da locatore e locatario, gli interventi di ristrutturazione sono completamente a carico della proprietà. Rientrano in questa categoria i costi di progettazione ed esecuzione delle opere e gli oneri concessori.

Infine occorre stimare i flussi delle forme di finanziamento che consentono all'investitore di realizzare l'operazione.

Il valore del bene considerato può essere stimato con due criteri principali:

- **Metodo della capitalizzazione diretta:** è un approccio immediato e viene utilizzato soprattutto quando si valuta un immobile che produce un reddito stabile nel tempo, non necessita interventi importanti di manutenzione straordinaria e per il quale è facile individuare dei *comparables*.

$$Value = \frac{Gross\ Operative\ Income}{Cap\ Rate}$$

Il margine lordo operativo (MOL) viene stimato prospetticamente su un unico periodo, un anno generalmente, e diviso per il *cap rate* riscontrato da un'analisi di mercato su *asset* simili. Il metodo della capitalizzazione diretta è molto utilizzato per la valorizzazione degli immobili *trophy*, *core* e *core plus*.

- **Metodo finanziario per le decisioni di investimento:** quando il bene oggetto di stima necessita investimenti importanti oppure prospetta tassi di *vacancy* elevati. In questi casi si rende necessaria un'analisi più approfondita per determinarne il prezzo. Il criterio più utilizzato è quello del *net present value* o *NPV*. L'approccio si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa stimati ad un determinato *discount rate* che tiene conto dell'incertezza dell'investimento.

$$NPV = \sum_0^n \frac{Cash\ Flow_i}{(1 + r)^i}$$

Vengono presi in considerazione tutti i flussi finanziari prodotti dall'investimento nell'*holding period*, ovvero il tempo per il quale si considera di detenere l'*asset*. E' possibile calcolare anche altri indicatori che permettono di esprimere considerazioni sui *cash flows* generati come l'IRR o il PBP (*pay back period*). Il metodo finanziario viene utilizzato soprattutto per la valutazione degli immobili *value added*, per i progetti di sviluppo ed ogni qualvolta il bene necessita di importanti interventi di manutenzione straordinaria.

3.1.2 Strategie di valorizzazione e dismissione

Durante l'intero *holding period* dell'*asset* il fondo deve essere attivo sul fronte della valorizzazione del bene ai fini di poter massimizzare i ritorni sull'investimento alla dismissione. Le diverse strategie di valorizzazione e dismissione dipendono dall'*asset class* alla quale appartiene l'edificio considerato.

Immobili Trophy

Durante l'*holding period* è necessario effettuare gli interventi necessari a mantenere stabili le condizioni manutentive della proprietà e fornire un elevato livello di servizio ai *tenants* volto ad assicurarsi la permanenza degli stessi nello stabile. Questi tipi di immobili non necessitano di importanti interventi all'approssimarsi della vendita. Solitamente vengono valorizzati con il metodo della capitalizzazione diretta e venduti in pacchetti in cui sono presenti anche altri *asset* di minor pregio.

A titolo di esempio, per quanto riguarda Tecla, è in fase di negoziazione un pacchetto che comprende il palazzo di via del Tritone, *trophy asset* in centro a Roma, ed altri quattro immobili di tipo *core plus*.

Immobili Core

Gli immobili Core hanno caratteristiche molto simili ai *trophy asset* e all'approssimarsi dell'uscita dall'investimento non necessitano particolari attenzioni in quanto non è possibile pianificare degli interventi che possano incrementare significativamente il valore dello stabile. Vengono venduti a reddito quindi il prezzo di uscita è solitamente stimato con il metodo della capitalizzazione diretta e dipende dall'andamento del mercato al momento della cessione.

Core Plus

Le condizioni manutentive non sono eccellenti, possono presentare elevati tassi di *vacancy* o comunque l'*occupancy* è destinata a calare a seguito della potenziale fuoriuscita di alcuni conduttori. Una valorizzazione dello stabile passa attraverso la rinegoziazione dei canoni in scadenza nel breve termine, la locazione degli spazi sfitti a valori di mercato e la realizzazione degli interventi di manutenzione straordinaria necessari. Di conseguenza ai fini della dismissione si devono intensificare le attività delle agenzie di intermediazione ai fini della crescita e stabilizzazione del reddito prodotto. Un efficace azione degli agenti permetterebbe di ricollocare l'immobile sul mercato allo *status* di *asset core*.

Immobili Value Added

Solitamente si ha a che fare con stabili parzialmente o completamente sfitti che necessitano di interventi importanti in manutenzione straordinaria. In questi casi le potenzialità dell'immobile risultano inesprese in quanto il bene non genera reddito e per poterne stimare i benefici futuri è necessario analizzare gli effetti di uno o più progetti di valorizzazione con il criterio finanziario. Solo a questo punto si delinea il valore della proprietà ed è possibile pianificarne la dismissione. La parte restante della trattazione si concentra proprio su questa tipologia di *asset* e descrive dettagliatamente il processo utilizzato in Prelios SGR per la definizione delle azioni da intraprendere illustrando poi con casi pratici come avviene nella realtà.

3.2 Processo di definizione della strategia finale per immobili *value added*

Gli immobili di tipo *value added* richiedono attenzioni maggiori rispetto alle altre *asset classes*. Difatti queste categorie di beni necessitano di investimenti iniziali che produrranno degli effetti solo in un secondo momento e solitamente nel medio-lungo termine. Data l'incertezza che contraddistingue questo tipo di operazioni la SGR, qualora debba valutare un'iniziativa di sviluppo, segue un processo decisionale che non risulta essere formalizzato in procedure o manuali scritti ma è comunque ormai una prassi abituale, un *modus operandi*, noto alla linea operativa.

Il processo di definizione della strategia finale è composto da otto fasi consecutive:

- 1. Definizione delle alternative di sviluppo:** in questa fase si individua uno o più scenari di sviluppo della proprietà
- 2. Studio di fattibilità:** serve ad esplicitare le caratteristiche progettuali degli scenari in termini di prodotto finale, tempistiche e costi
- 3. Analisi di mercato:** è necessaria per la stima dei ricavi dello scenario
- 4. Individuazione dei vincoli:** possono sorgere dei vincoli di varia natura all'implementazione del progetto.

-
5. **Definizione delle *assumptions*:** si stabiliscono le ipotesi sulla base delle quali effettuare l'analisi successiva.
 6. **Analisi economico-finanziaria e *sensitivity*:** ha lo scopo di stimare i ritorni attesi del progetto per il fondo al variare dei parametri più rilevanti.
 7. **S.W.O.T. Analysis:** è una fase di sintesi e ponderazione delle informazioni rilevanti del progetto emerse nelle fasi precedenti.
 8. **Definizione della strategia finale:** vengono confrontati gli scenari e si pianificano le azioni da intraprendere per la valorizzazione dell'*asset*.

Le fasi dalla due alla sette sono ripetute per ogni scenario individuato nel primo punto. Nel proseguo del paragrafo si approfondiscono singolarmente i sette stadi del processo dando evidenza di come vengono portati avanti nello specifico contesto della Prelios SGR.

3.2.1 Definizione delle alternative di sviluppo

Le proprietà *value added* necessitano nella maggior casi di importanti o addirittura integrali interventi in ristrutturazione. In questi casi la SGR valuta in prima istanza e sulla base degli obiettivi di vendita stabiliti nel *business plan* la possibilità della cessione dell'immobile *as-is* sul mercato. Solitamente questa soluzione non è perseguibile se non al fronte di conseguire rilevanti minusvalenze dato il difficile posizionamento dell'*asset* sul mercato. Di conseguenza è necessario individuare una o più strategie di intervento per la valorizzazione dello stabile ai fini della dismissione.

In questa fase è importante verificare se sulla base delle normative in materia urbanistica sia possibile convertire parzialmente o totalmente la destinazione d'uso delle superfici. Nel caso specifico di Tecla gli immobili presi in considerazione sono destinati ad ospitare attività terziarie quindi uffici ed eventualmente *retail* ai piani terra. Escludendo la conversione ad *industrial*, che difficilmente consente remunerazioni elevate, l'unica alternativa che si considera è il passaggio a *residential*.

Per quanto detto si delineano solitamente due macro-scenari perseguibili ai fini della valorizzazione e dismissione:

- **Scenario Office:** si prevede di riqualificare lo stabile ma di non variare la destinazione d'uso corrente. Gli interventi di sviluppo avvengono contemporaneamente alla ricerca dei conduttori e una volta individuati i *tenants* l'immobile viene venduto a reddito. Nel caso in cui il fondo non si trovasse in fase di dismissione del patrimonio residuo l'*asset* potrebbe essere tenuto in gestione data la sua capacità di generare profitti.
- **Scenario Residential:** la superficie della proprietà viene convertita parzialmente o totalmente ad uso abitativo. Mentre si realizzano le opere ha inizio la ricerca dei potenziali acquirenti delle unità immobiliari di progetto. E' possibile procedere sia ad una vendita frazionata delle unità che ad una alienazione in blocco. Quest'ultima ovviamente velocizza i tempi ma implica ricavi inferiori.

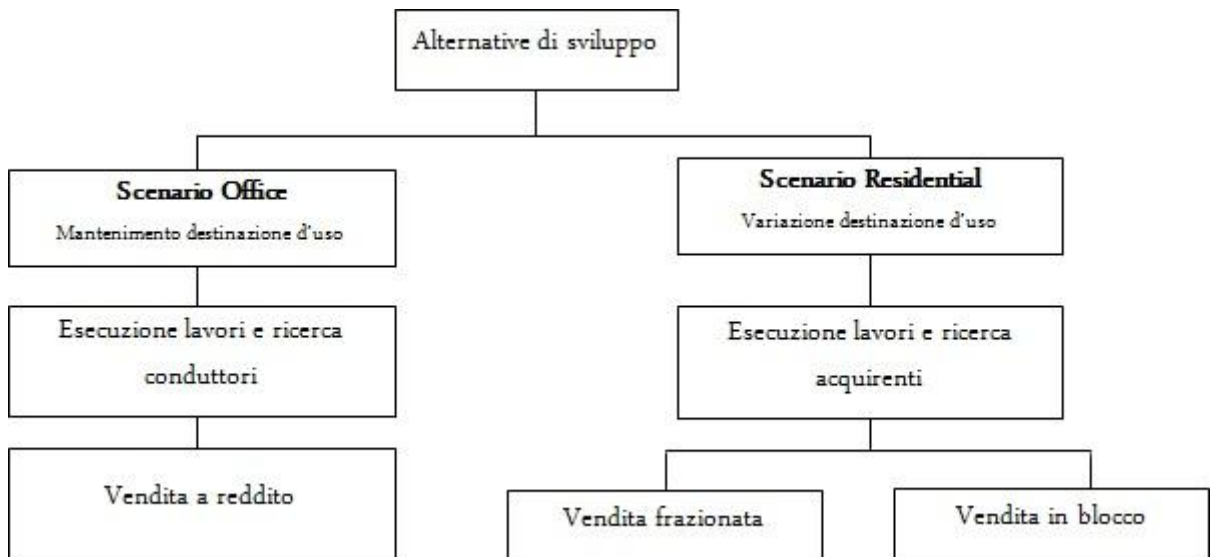


Figura 16: Alternative di sviluppo e dismissione

I macro-scenari di sviluppo sono due ma l'analisi della normativa unitamente alla creatività del *fund manager* e dei suoi collaboratori possono far scaturire anche vari

sotto-scenari di valorizzazione. Per ogni alternativa ritenuta perseguibile, in accordo anche con gli obiettivi del fondo, viene commissionato uno studio di fattibilità.

3.2.2 Studio di fattibilità

Lo studio di fattibilità viene richiesto ad attori esterni e solitamente a degli studi di architettura che hanno già collaborato in precedenza con la società e di conseguenza ne conoscono le esigenze. Per ogni alternativa individuata nella fase precedente e sulla base delle linee guida comunicate dalla SGR, l'*outsourcer* predispone lo studio di fattibilità che viene riassunto in un documento omonimo che sintetizza tutte le caratteristiche principali del progetto.

La SGR fornisce allo studio il massimo supporto in termini di accesso e deleghe per l'accesso alla documentazione sulla proprietà oggetto del progetto. Nel particolare vengono fornite le *due diligence*, i dati catastali, i rapporti sui lavori eseguiti in precedenza, la documentazione progettuale sugli impianti ed ogni altra informazione richiesta.

Lo studio di fattibilità solitamente si suddivide in varie parti:

- **Stato di fatto:** viene descritta la proprietà, le superfici rilevate, le condizioni dello stabile in termini di strutture portanti e di tamponamento, la situazione impiantistica (impianti di condizionamento, elettrici, del gas, ascensori...) e i connettivi orizzontali e verticali.
- **Analisi urbanistica:** si esaminano la *location* e la normativa vigente per la zona nella quale è situata la proprietà. Il fine di identificare i vincoli normativi ed eventuali opportunità di sviluppo.
- **Progetto:** si descrivono gli interventi necessari per la valorizzazione, si riportano le superfici ottenibili e la relativa destinazione d'uso, si forniscono dei *rendering* della soluzione.
- **Costi di implementazione:** l'*outsourcer* stima in maniera più o meno precisa i costi dello sviluppo.

-
- **Tempi di progetto:** vengono stimati i tempi necessari all'ottenimento delle autorizzazioni necessarie, alla progettazione esecutiva, ad effettuare la gara per la selezione dei fornitori ed infine i tempi per l'esecuzione delle opere.
 - **Ricavi da vendite:** solitamente lo studio di architettura effettua anche una stima dei valori di vendita delle unità di progetto. Purtroppo tali stime sono solitamente poco attendibili e la SGR ne tiene conto limitatamente.

Lo studio di fattibilità è dunque uno strumento utile al *management* da un lato per verificare la perseguibilità dello scenario e dall'altro per esplicitare gli interventi da eseguire. Inoltre il documento rappresenta anche un valido strumento di marketing nella ricerca dei *tenants* o dei potenziali acquirenti.

Le risultanze più importanti dello studio di fattibilità ai fini del processo di valorizzazione sono:

- Le superfici e le relative destinazioni d'uso.
- I costi di autorizzazione, progettazione ed esecuzione dei lavori.
- Le tempistiche di progetto.

Questi vengono utilizzati come dati di input per le fasi successive.

3.2.3 Analisi di mercato

Il procedimento consiste nella raccolta e nell'analisi delle informazioni riguardanti le locazioni o le vendite della zona in cui si trova la proprietà allo scopo di identificare un *range* di valori degli indicatori di mercato necessari ad impostare le fasi successive.

Le fonti utilizzate dalla SGR solitamente sono:

- **Database istituzionali:** esistono diversi enti pubblici o privati che osservano il mercato immobiliare a fini statici. Dalle basi dati di tali organizzazioni è possibile individuare i valori minimi, massimi e medi degli indicatori necessari all'analisi di mercato.

-
- **Prelios Agency:** è la nostra agenzia di intermediazione mobiliare ed è sempre utile interfacciarsi con chi opera sul campo e conosce bene il mercato. Nei progetti che ho seguito si è sempre tenuta una riunione con gli agenti addetti al territorio in cui è dislocato l'immobile ai fini di esporgli il progetto e raccogliere le loro stime sugli indicatori di mercato.
 - **Comparables:** si ricercano transazioni di proprietà con caratteristiche simili a quelle dell'immobile in oggetto. I beni messi a confronto devono avere peculiarità analoghe in termini di *location*, condizioni manutentive, dimensioni, destinazione d'uso, tipologie di conduttori ecc...

Gli indicatori di mercato oggetto di stima differiscono a seconda dello scenario considerato:

- **Scenario Office:** l'obiettivo dell'analisi è determinare il *cap rate* al quale verrebbe venduta la proprietà e l'*ERV* (*Estimated Rental Value*) delle varie destinazioni d'uso. L'*ERV* è il canone di mercato espresso in euro al metro quadro per una data superficie (*Residential, Retail, Office, Storage...*) e permette di calcolare il *market rent*, o canone di mercato, dell'intero edificio. Sulla base dei due indicatori viene calcolato il valore di vendita con il metodo della capitalizzazione diretta:

$$Disposal Value = \frac{Market Rent}{Cap Rate}$$

Il *cap rate* è il rendimento dell'*asset* e deve essere commisurato al rischio dell'investimento. La rischiosità del bene in oggetto è influenzata da caratteristiche quali la dislocazione del bene, il numero e la qualità dei conduttori, le condizioni manutentive e altri fattori. La stima del tasso di uscita nella SGR viene effettuata dai *fund manager* sulla base dell'esperienza in anni di operatività nel settore ed eventualmente considerando dei *comparables*.

- **Scenario Residential:** l'analisi di mercato individua i valori espressi in euro al metro quadro delle varie superfici di progetto (*Retail, Office, Residential, Storage...*) per il calcolo dei prezzi di vendita. L'obiettivo è stimare il listino di frazionamento ovvero i ricavi che genererebbero le unità immobiliari una volta collocate sul mercato. Per quanto riguarda gli appartamenti è importante considerare fattori quali l'esposizione ed il piano in cui si trovano (livelli inferiori sono meno appetibili).

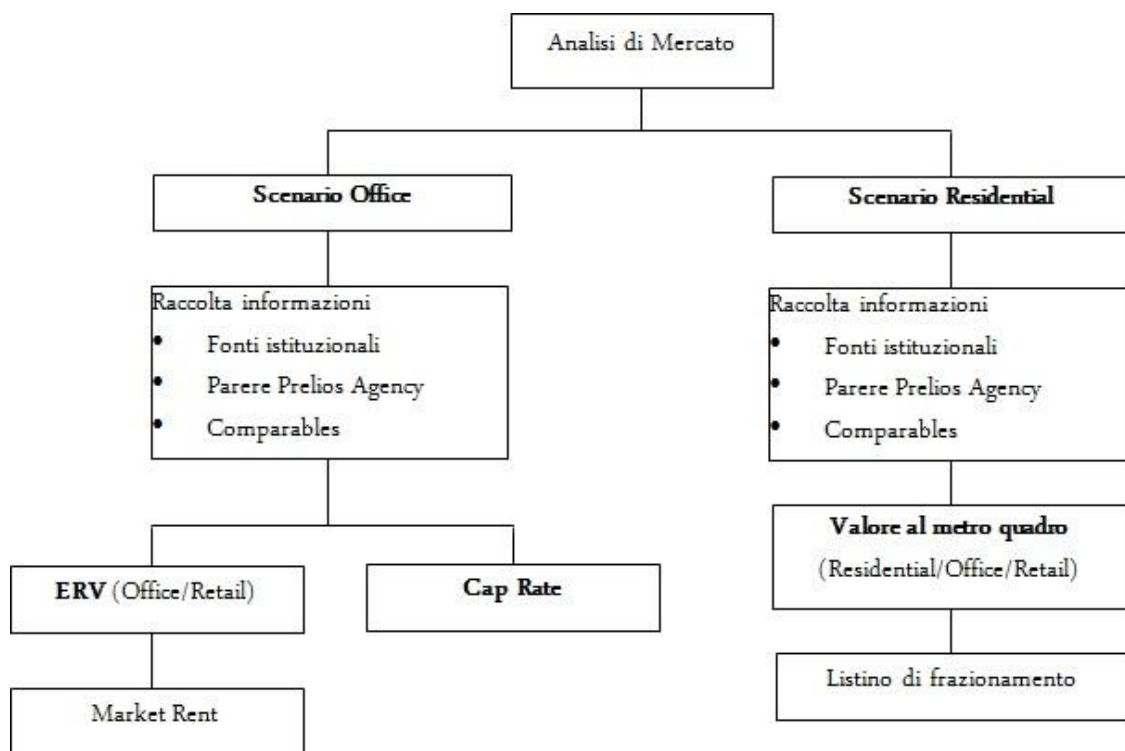


Figura 17: Scenari e analisi di mercato

Come anticipato il procedimento è volto ad individuare un *range* dei vari indicatori che serve ad effettuare le successive *sensitivity*. La stima degli indicatori dello scenario viene eseguita in relazione a tre casistiche:

- **Caso Base:** è la configurazione ritenuta più probabile date le attuali condizioni di mercato e le azioni di marketing che verrebbero intraprese.

-
- **Best Case:** nel caso in cui si configuri uno scenario di mercato più ottimistico e/o le azioni di marketing intraprese siano molto efficaci.
 - **Worst Case:** scenario pessimistico.

Nei casi di analisi ho effettuato personalmente la raccolta delle informazioni e ho partecipato alle successive riunioni per la definizione degli indicatori nel *Caso Base* e negli altri casi. E' questa una delle fasi più critiche del processo in quanto vengono stimati i ricavi dell'operazione, una stima errata degli indicatori di mercato comporta ripercussioni rilevanti sui flussi di cassa dello scenario che potrebbero condurre ad abbandonare o sopravvalutare il progetto.

Dall'analisi devono anche essere rilevate eventuali opportunità o minacce future generate dal mercato. Infine devono anche scaturire considerazioni sulla domanda nella location dell'immobile volte a valutare l'appetibilità della specifica destinazione d'uso in modo da stimare le tempistiche di vendita o di affitto delle unità di progetto.

3.2.4 Vincoli

Prima di procedere alla definizione delle *assumptions* è necessario chiedersi se vengono imposti dei vincoli di varia natura agli scenari. Non è possibile avere una panoramica omnicomprensiva delle limitazioni che possono affliggere una soluzione in quanto variano sensibilmente caso per caso.

Senza volerne dare una visione esaustiva, generalmente i limiti principali sono quelli imposti dalle normative urbanistiche comunali o regionali e possono impattare su diversi aspetti come la realizzabilità o meno di uno scenario, le tempistiche di progetto o le destinazioni d'uso finali delle superfici. Altri vincoli possono essere indotti dal regolamento del fondo piuttosto che dalle condizioni del contratto di finanziamento.

In ogni caso il processo di analisi deve rilevare le eventuali criticità che pongono dei limiti all'implementazione del progetto.

3.2.5 Definizione delle *assumptions*

La definizione delle assunzioni è necessaria in quanto sulla base di quanto ipotizzato verrà imputato il modello per effettuare le analisi economico-finanziarie. La prima considerazione da fare riguarda il soggetto che procederà all'operazione di sviluppo. E' possibile che lo scenario sia sviluppato dal fondo oppure da un investitore terzo che acquisirebbe la proprietà *as-is* e attuerebbe il progetto per poi procedere alla vendita. Nel caso in cui si abbia un *new investor* (o *next buyer*) occorre considerare che il *developer* avrà una struttura dei costi e del finanziamento differente da quella di Tecla e sarebbe disposto ad acquistare il bene solo ad un prezzo che possa garantire un buon margine sull'investimento. Se le tempistiche del fondo lo concedono, qualsiasi scenario comporta una redditività superiore se implementato internamente. Purtroppo, come vedremo con Tecla, molto spesso non è così: la necessità di dismettere il patrimonio in pochi anni non consente sempre di portare a termine i progetti di riqualificazione.

Le ipotesi da definire sono suddivise in due categorie: quelle invarianti rispetto al soggetto che porterà avanti l'operazione e quelle che invece dipendono da chi eseguirà l'operazione di sviluppo. Le *assumptions* indipendenti sono:

- **Indicatori di mercato:** sono condizioni esterne e non influenzabili dallo sviluppatore, di conseguenza sono considerate fisse. In questa categoria rientrano l'*ERV*, il *cap rate*, il valore delle superfici, i tempi di vendita e tutte le considerazioni di mercato rilevate nell'analisi.
- **Dati progettuali:** si assume che chiunque sia il *developer* porterà avanti il progetto sulla base dello studio di fattibilità che ha commissionato la SGR. Rimangono quindi invariate tutte le caratteristiche del piano di intervento quindi le superfici, i costi (progettazione, opere, direzione lavori, oneri comunali e per la sicurezza) e le tempistiche (tempi di autorizzazione, di progettazione esecutiva e di realizzazione degli interventi).
- **Oneri assicurativi:** esistono tre tipi di assicurazioni da considerare nella valutazione e, come vedremo in seguito, i drivers sui quali vengono calcolate non dipendono dal possessore del bene.

-
- **Tassi e ISTAT:** l'evoluzione dei tassi di interesse e dell'indice ISTAT che rientrano nei calcoli dipendono da condizioni macroeconomiche e quindi sono ipotesi indipendenti.
 - **ICI:** essendo calcolata sulla base di dati oggettivi (aliquota del comune e rendita catastale) non dipende dal proprietario del bene.

Le ipotesi più importanti sul soggetto sviluppatore sono:

- **Leva finanziaria:** un investitore terzo verosimilmente farà ricorso all'indebitamento sia per l'acquisizione della proprietà che per finanziare i costi di sviluppo. Anche il fondo può utilizzare la linea *capex* prevista dal contratto con le banche. Occorre stimare in che misura in proporzione all'investimento lo sviluppatore della soluzione ricorrerà al finanziamento.
- **Margine sull'operazione:** nel caso si consideri un *next buyer* è necessario stimare il margine imprenditoriale che vuole ottenere sull'operazione.
- **Costi di Project Management:** per Tecla sono fissi mentre se lo sviluppo venisse portato avanti da terzi occorre stimarne l'entità.
- **Agency, Property e Facility fees:** come per le tariffe di *project management*, Tecla deve corrispondere per contratto degli importi ai propri *service providers* mentre il *next buyer*, un costruttore o una società immobiliare, non è detto usufruisca di tali servizi.

Le ipotesi si potrebbero ulteriormente suddividere in due tipologie le oggettive e quelle soggettive. Le assunzioni oggettive sono note e disponibili nei vari database aziendali o comunque ricavabili da fonti esterne. A titolo di esempio in tale categoria rientrano i dati progettuali, l'ICI, le *fees* degli *outsourcer* di Tecla. Le altre *assumptions* sono invece valori stimati arbitrariamente, comunque sulla base di fonti reali. Sono soggettivi la leva finanziaria, i costi e il margine del *next buyer* oltre che le ipotesi di mercato e l'evoluzione dei tassi dell'ISTAT. Per la stima di queste variabili mi sono sempre basato sulla raccolta dati da fonti interne ed esterne alla SGR e in ogni caso ne ho sempre discusso la validità con il *fund manager* in quanto molto spesso hanno un impatto non secondario sull'analisi.

Una volta stabilite le varie tipologie di *assumptions* è possibile proseguire con l'imputazione del modello che verrà descritto nel sotto paragrafo successivo.

3.2.6 L'analisi economico-finanziaria e la *sensitivity*

L'analisi economico-finanziaria degli scenari ha come scopo il calcolo dei ritorni attesi per il fondo al variare delle *assumptions* soggettive. I valori finali ottenuti sono fondamentali per la definizione della strategia di dismissione che a parità di condizioni privilegia l'implementazione della soluzione che massimizza il rendimento economico.

Per effettuare l'analisi ho sviluppato appositamente due modelli estremamente flessibili grazie al noto e fondamentale foglio elettronico Microsoft Excel. E' stato necessario implementare un modello per gli scenari *office* e l'altro per i *residential* in quanto il comportamento dei flussi dei ricavi e del finanziamento e le *sensitivity* da effettuare sono completamente differenti. La flessibilità rispetto allo sviluppatore è invece garantita in entrambi i casi e per passare da una logica all'altra è sufficiente imputare diversamente alcune celle del foglio.

Premetto che:

- I flussi di cassa sono calcolati mensilmente e considerati concentrati a metà del mese.
- I ricavi ed i costi sono indicizzati all'inflazione per tenere conto del rincaro dei prezzi.
- Gli interessi sulle linee di finanziamento sono calcolate con il tasso Euribor (previsione Bloomberg) più uno spread arbitrario a seconda dello sviluppatore.

Di seguito viene fornita solo una sintesi del funzionamento dei due modelli sui quali ho lavorato che in realtà presentano dinamiche molto complesse e talvolta difficili da riassumere.

Scenario Office

Nello scenario *office* i macro flussi da considerare sono quelli connessi all'acquisizione (in caso di *next buyer*), alla locazione, alla vendita, alla gestione corrente dell'immobile, alle operazioni di sviluppo ed al finanziamento.

L'acquisizione comporta alla data della transazione un'uscita di cassa per l'acquisto dell'immobile e un entrata a seguito dell'indebitamento calcolata sulla base della leva finanziaria ipotizzata. Inoltre contestualmente alla compravendita sono calcolate ed addebitate le commissioni di agenzia.

I *cash flows* generati dalle locazioni includono i ricavi generati dagli affitti e le *fee di agency* sulle locazioni:

- **Ricavi da affitti:** la modellizzazione prevede fino a dieci conduttori diversi i cui canoni vengono sommati a seconda del mese in cui vengono corrisposti. Per ogni *tenants* viene calcolato l'affitto in funzione della data di stipula del contratto, della superficie presa in locazione e del canone di mercato (che è indicizzato all'ISTAT) vigente alla sottoscrizione del contratto. Inoltre si considera che ed il flusso dell'affitto è trimestrale ed anticipato.
- **Fee di Agency:** è calcolata come una percentuale sul canone di affitto che pagano i vari *tenants* e viene corrisposta *una-tantum* sulla base del valore annuale di ogni contratto.

Il valore di vendita, o *dispo value*, della proprietà è calcolato come il rapporto fra il *potential rent* e il *cap rate*. Il *potential rent* è dato dal monte canoni corrisposto dai conduttori alla data di vendita sommato al canone potenziale delle superfici sfitte.

$$MarketRent_i = MarketRent_0 * \prod_0^i (1 + ISTAT_i)^i$$

$$DispoValue = \frac{(vacancy * MarketRent_i) + Rent}{Cap Rate}$$

I costi di agenzia e i costi legali sono calcolati in percentuale sul *dispo value* ed il flusso si realizza alla data di vendita.

Le principali spese correnti generate dalla gestione dell'immobile sono:

- **Assicurazione Globale Fabbricati:** è un costo annuale e serve a coprire la responsabilità civile per danni verso terzi procurati a causa dello stabile. Viene calcolato sulla base del costo di ricostruzione dello stabile e pagata annualmente. Il flusso è costruito di conseguenza.
- **Assicurazione Postuma Decennale:** serve a coprire la garanzia data agli acquirenti sui lavori effettuati. E' sottoscritta alla vendita della proprietà e viene calcolata come percentuale del costo dei lavori effettuati. Il cash flow si concretizza alla vendita dell'immobile.
- **Property Management:** è la *fee* dovuta per i servizi di *property* ed è una percentuale sui canoni d'affitto. Il flusso è modellizzato in funzione delle locazioni ed è trimestrale posticipato rispetto all'incasso degli affitti.
- **Facility Management:** è l'importo da corrispondere trimestralmente per il servizio di *facility management*. Nel caso di Tecla è un importo fisso per ogni *asset* ma nel modello è possibile anche metterlo in funzione dei canoni di affitto.
- **ICI:** la modellizzazione della tassa prevede che venga corrisposta per metà in giugno, l'acconto, e la parte rimanente in dicembre, saldo.

Per quanto riguarda i *cash flows* generati dai costi di sviluppo, ogni componente ha una modellizzazione a se stante:

- **Costi delle opere:** sono le spese dirette dello sviluppo, quindi demolizioni e smaltimenti, costruzione di strutture portanti e di tamponamento, realizzazione di impianti, finiture interne ed esterne ecc...

Per la modellizzazione ho ipotizzato un andamento gaussiano delle spese considerate non singolarmente ma a livello aggregato. L'ipotesi sottostante è che i costi connessi all'operazione siano molto bassi nei periodi iniziali (in cui si predispose il cantiere e si eseguono le demolizioni) e finali (in cui si eseguono le rifiniture e si smantellano le attrezzature). Nella fase centrale del progetto invece si concretizzano gli oneri più elevati (realizzazione impianti, strutture portanti...). Gli esborsi vengono posticipati di alcuni mesi rispetto alla competenza per tenere conto dello sfasamento fra l'insorgere del costo ed il suo effetto finanziario. A titolo di esempio si riporta l'andamento dei *cash flows* di sviluppo di un caso di studio.

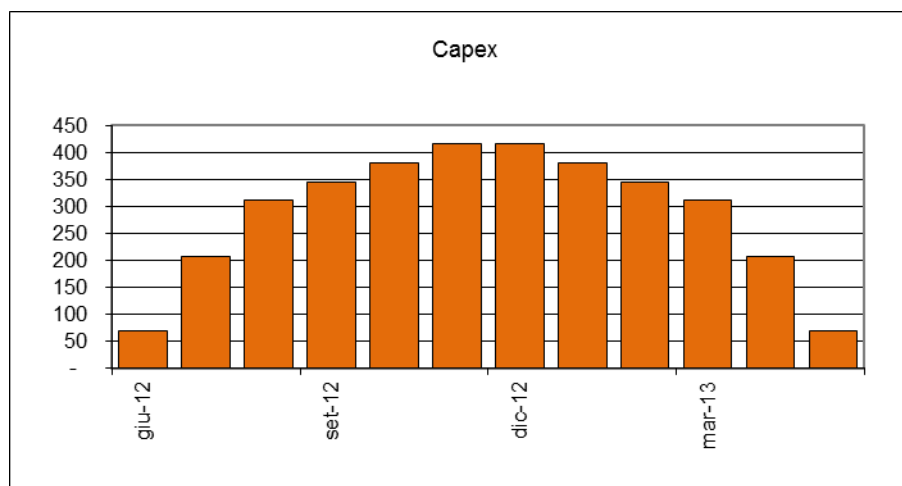


Figura 18: Distribuzione Capex

- **Costi di Progettazione:** si considera che una parte corrispondente ad un terzo venga pagata come anticipo e il resto a tranches nei periodi successivi. Anche in questo caso è prevista una sfasatura temporale fra costo ed esborso.
- **Oneri Concessori:** nel modello ho ipotizzato che lo sviluppatore concordi con le pubbliche amministrazioni la modalità di pagamento degli oneri per l'urbanizzazione ed il contributo costo costruzione. In particolare un terzo

dell'ammontare è corrisposto prima dell'inizio dei lavori, un terzo a scaglioni durante i lavori ed il saldo alla conclusione del progetto.

- **Direzione lavori:** il costo ha un comportamento simile a quello di uno stipendio di un dipendente, di conseguenza nella modellizzazione è spalmato uniformemente su tutto il periodo dei lavori ed il flusso finanziario si realizza un mese dopo la competenza.

L'operazione comporta due tipi di indebitamento, uno per l'acquisizione dell'immobile, nel caso in cui lo sviluppo sia in capo ad un *new investor*, e l'altro per la realizzazione delle *CAPITAL (CAPital EXPeditures)*. Dei due finanziamenti occorre modellizzarne l'erogazione, il rimborso e gli interessi maturati.

- **Linea Acquisizione:** viene erogata contestualmente all'acquisto e rimborsata alla vendita dell'immobile. Gli interessi sono trimestrali e posticipati.
- **Linea Capex:** viene erogata trimestralmente a seguito della presentazione delle fatture dei costi di sviluppo, siano essi di spese di progettazione piuttosto che oneri concessori o lavori. I costi vengono finanziati al 100% fino al raggiungimento di un tetto prefissato raggiunto il quale non viene più finanziato alcun importo. Il rimborso avviene alla vendita dell'immobile e il pagamento degli interessi è trimestrale e posticipato.

La somma algebrica dei flussi di cassa al netto degli effetti del finanziamento dà come risultato gli *unlevered cash flows*. Considerando anche l'indebitamento si ottengono i *levered cash flows* che nel caso in cui lo scenario sia sviluppato da un *next buyer* comportano l'aggiunta della componente connessa all'acquisizione.

Nei casi di studio i flussi finali non vengono mai attualizzati per due ragioni. La prima è che i risultati devono essere confrontabili con il *business plan* del fondo che non tiene conto del costo opportunità dell'impiego del capitale. Il secondo motivo è legato all'orizzonte temporale dell'investimento che in nessuna circostanza si è rilevato essere di lungo periodo. Di conseguenza l'errore commesso nel non utilizzare il *NPV (Net Present Value)* come criterio di valutazione dello scenario è stato comunque minimo e trascurabile.

Dalla somma dei *levered cash flows* conseguiti sugli n periodi di durata dell'operazione si ottiene il ritorno atteso per il fondo o *net cash flow (NCF)*

$$NCF = \sum_0^n LeveredCashFlow_i$$

Nel caso in cui lo scenario venga implementato da un investitore terzo si suppone che questi voglia conseguire un determinato margine sull'operazione di acquisizione, sviluppo e vendita. Si impone pertanto un IRR sui *levered cash flows* e si determina il prezzo di acquisto, o *bid value*, della proprietà.

$$Bid\ Value = - \sum_0^n \frac{Levered\ Cash\ Flow_i}{(1 + IRR)^i}$$

Se sarà il *next buyer* ad implementare il progetto avremo che il *net cash flow* per il fondo è pari al *bid value* al netto dei costi di agenzia.

$$NCF = BidValue * (1 - AgencyFee)$$

A questo punto con il modello è possibile effettuare delle *sensitivity* sul *NCF* al variare di alcuni parametri rilevanti. Come vedremo in seguito nei casi di studio *office* ho sempre effettuato le analisi dei ritorni attesi al variare del margine del *next buyer* e delle condizioni di mercato ovvero *ERV* e *cap rate*. In ogni caso, all'occorrenza, è possibile simulare anche i risultati indotti dalla modifica di qualsiasi altra variabile.

Scenario Residential

Nella riconversione a residenza le categorie di flussi sono relative all'acquisizione dell'immobile *as-is* (caso *next buyer*), alla vendita delle unità immobiliari, alla gestione corrente, all'operazione di sviluppo ed al finanziamento.

I *cash flows* di acquisizione, gestione corrente e di sviluppo hanno una modellizzazione identica a quella dello scenario *office* mentre le altre tipologie incassi ed esborsi presentano notevoli differenze.

Ho modellizzato i flussi dei ricavi sulla base del piano vendite che prevede la vendita frazionata delle unità ricavate in un arco temporale variabile a seconda del numero di unità da collocare sul mercato. Ho sempre supposto che il listino venga alienato in due gruppi, o *tranche*, uno prima del termine dei lavori e l'altro successivamente. Relativamente alla *tranche A* ho ipotizzato che venga venduta scontata e che l'acquirente corrisponda l'ammontare dovuto in due acconti e al rogito. La seconda *tranche* di superfici viene invece pagata in due momenti, la caparra al preliminare e la parte rimanente all'atto di compravendita. Il prezzo di vendita dell'unità viene calcolato sulla base del valore della superficie alla data del preliminare e tiene quindi conto dell'indicizzazione ISTAT. Le *fee* di agenzia sono calcolate sull'ammontare rogitato e vengono corrisposte trimestralmente e posticipate.

Nel caso in cui sia il fondo a sviluppare lo scenario viene erogata solo la linea *capex* del finanziamento, viceversa se è un terzo a realizzare l'operazione ho modellizzato anche l'indebitamento per l'acquisizione. Le modalità erogazione dei fondi e di calcolo degli interessi sono le medesime utilizzate nel caso *office*. Il rimborso del capitale è invece differente ed avviene contestualmente al rogito delle varie unità sulla base dell'ALA accumulata sull'unità stessa. Per esteso il debito per l'acquisizione e per lo sviluppo viene allocato sugli appartamenti, sui negozi e sugli uffici che il progetto prevede. Alla data di vendita dello spazio lo sviluppatore restituisce alle banche il (100+ release) % dell'ALA fino a che la somma dei rimborsi è pari al totale dei finanziamenti erogati.

Anche in questo nello scenario *residential* si calcolano i *cash flows levered* e *unlevered* e nel caso in cui sia il fondo ad effettuare l'operazione il *NCF* è la somma dei flussi *unlevered*. Se a sviluppare il progetto è invece un *next buyer* il prezzo di acquisizione dell'immobile è in funzione dell'IRR presunto per l'investitore ed il ritorno atteso per Tecla è pari al prezzo di vendita meno le commissioni di agenzia.

Ho effettuato analisi di sensitività sul *net cash flow* al variare delle condizioni di mercato e dell'IRR nel caso di un investitore terzo.

3.2.7 SWOT Analysis

In questa fase vengono riassunte con la matrice SWOT (*Strengths Weaknesses Opportunities Threats*) le caratteristiche dello scenario al fine di tenere sempre ben presente gli aspetti positivi e negativi dell'operazione. Vengono quindi esplicitati:

- **Punti di forza (*Strengths*):** sono i punti di forza dello scenario, possono riguardare le caratteristiche del progetto, osservazioni sul mercato e qualsiasi altro vantaggio intrinseco della soluzione.
- **Punti di debolezza (*Weaknesses*):** sono gli svantaggi intrinseci dello scenario.
- **Opportunità (*Opportunities*):** sono le possibilità che potrebbero concretizzarsi nel futuro e se possibile occorre pianificare come sfruttarle.
- **Minacce (*Threats*):** sono eventi negativi che potrebbero verificarsi e dai quali bisogna tutelarsi.

Avendo ben presente i pro e i contro dello scenario è possibile confrontarli fra di loro per definire il piano d'azione finale.

3.2.8 Strategia finale

La definizione della strategia consiste nell'individuazione delle azioni da intraprendere al fine di massimizzare il ritorno atteso per il fondo tenendo conto del rischio connesso alle soluzioni scelte. La procedura prevede il confronto degli scenari e la ponderazione di ritorni, rischi e vincoli. Successivamente vengono esplicitate le azioni da intraprendere, le relative tempistiche ed i ritorni che si ipotizza di conseguire.

3.3 Caso di studio: Milano, Via Alserio

Il presente caso approfondisce il percorso che ha portato alla definizione di una strategia da attuare sull'immobile ad uso uffici di proprietà del fondo Tecla sito a Milano in via Alserio nel quartiere *Isola*, zona semi-centrale Nord. La proprietà consta di due edifici, il corpo Nord di sette piani ed il corpo Sud di due per un totale di 8.500 sqm compresi gli interrati adibiti ad autorimessa e magazzini.

3.3.1 Stato di fatto e alternative di sviluppo

L'edificio è attualmente occupato per il 70% della superficie complessiva e il principale conduttore è una nota società attiva nel mercato consumer che ha recentemente comunicato a SGR l'intenzione di rilasciare i locali alla scadenza dell'attuale contratto di locazione, ovvero a fine 2012. Nell'immobile sono presenti altri due *tenants* minori con contratti in scadenza nel 2012-2014 e uno dei due è stato recentemente messo in liquidazione. Pertanto la proprietà presenta un tasso di *vacancy* destinato ad aumentare nel breve termine e diventerà presto un *asset value added*. Inoltre lo stabile necessita di importanti interventi di riqualificazione per poter essere riposizionato ai migliori standard del mercato.

Alla luce delle caratteristiche dell'immobile e della sua *location* sono state individuate due strategie alternative di intervento:

- **Scenario Uffici:** riqualificazione dell'intero edificio mantenendo l'attuale destinazione ad uso uffici, ri-locazione e vendita dell'immobile a reddito
- **Scenario Residenza:** riconversione a destinazione d'uso residenziale e successiva vendita frazionata delle unità immobiliari ricavate

SGR ha incaricato uno studio di architettura esterno di elaborare gli studi di fattibilità e le stime dei costi per entrambe le soluzioni.

3.3.2 Scenario Office

Studio di fattibilità

Dallo studio di fattibilità effettuato si prevede il mantenimento dell'attuale destinazione d'uso per gran parte dello stabile e la realizzazione di un piccolo spazio commerciale al piano seminterrato. Gli interventi previsti sarebbero la demolizione di alcune porzioni dello stabile e di buona parte dei muri di tamponamento, la rimozione e l'ammodernamento degli impianti, la ristrutturazione completa degli interni e degli esterni dell'edificio. Della struttura attuale rimarrebbe ben poco ovvero le strutture portanti ed alcune opere in muratura. Di sotto si riporta un *rendering* dell'edificio a lavori ultimati.



Figura 19: Rendering via Alserio *residential*

Dallo studio di fattibilità emerge la prospettiva positiva di poter recuperare delle cubature che permettono un aumento della superficie SLP (Superficie Lorda di Pavimento) totale di circa 800 sqm. Vi è inoltre la possibilità di realizzare un ampliamento di ulteriori 460 sqm ma l'alternativa non viene considerata in quanto aumenta i tempi di progetto di ulteriori otto mesi e comporta un incremento dei costi

complessivi di circa 1.5 milioni di euro. La tabella seguente riassume la distribuzione delle superfici per piano e destinazione d'uso.

SURFACES							
Floor	Office	Retail	Storage	Other	Covered Parks	Gross Surface	Weighted Surface
	Sqm	Sqm	Sqm	Sqm	#	Sqm	Sqm
Weight	100%	100%	33%	66%	600%		
P6	825					825	825
P5	825					825	825
P4	825					825	825
P3	825					825	825
P2	970					970	970
P1	1.218					1.218	1.218
P0	818					818	818
PS	274	556	398	430		1.658	1.245
I1			564		47	564	468
I2			432		50	432	443
TOTAL	6.579	556	1.394	430	97	8.959	8.461

Figura 20: Superfici *office* via Alserio

Dall'analisi dei costi effettuata si prevede che la riqualificazione ad uso uffici comporterebbe investimenti in opere stimati per 6,1 milioni di euro e costi di progettazione, direzioni lavori e *project management* per circa 0,8 milioni di euro. I tempi previsti per la realizzazione del progetto, dalla richiesta delle autorizzazioni al termine dei lavori, sarebbero all'incirca di 15-18 mesi.

Vincoli

Il fondo potrebbe impegnarsi in un investimento di tale rilevanza solo successivamente all'individuazione di uno o due *tenants* che si impegnino ad occupare interamente l'immobile a ristrutturazione ultimata. I conduttori verrebbero vincolati attraverso un contratto di *pre-leasing* nel quale verrebbero specificate le tempistiche di consegna degli spazi, il canone ed eventuali step-up, le penali per le controparti ed ogni altra clausola ritenuta rilevante dalle parti.

La durata del Fondo e il relativo finanziamento impongono una *deadline* entro cui ultimare la ricerca dei conduttori per permettere la successiva riqualificazione e vendita dell'edificio. In particolare, il vincolo temporale principale è la scadenza del contratto di finanziamento, che impone la restituzione del debito entro il 30 giugno

2014 o al più tardi, nel caso vi siano trattative per la vendita di immobili in corso, entro il 30 settembre dello stesso anno.

Tenendo conto della durata dell'operazione, in totale circa 15-18 mesi, e dei tempi stimati per la vendita a reddito, tre mesi dopo l'ultimazione lavori, sarebbe opportuno concludere la ricerca di nuovi *tenants* entro e non oltre dicembre 2012. Qualora entro la suddetta scadenza non siano ancora stati individuati degli inquilini il fondo potrebbe perseguire lo scenario alternativo di trasformazione in residenza che, per le suddette limitazioni temporali, potrebbe venire concretamente sviluppato da un *next buyer*.

Analisi di mercato e Market Rent

Prima di effettuare qualsiasi considerazione *desk* sull'operazione ho effettuato una *site visit* con il *bulding manager* dell'immobile con l'obiettivo di trarre qualche spunto per le analisi successive. Ho così visionato la zona circostante e l'intero stabile assieme al nostro *outsourcer*, il quale mi ha evidenziato le criticità manutentive di maggior rilievo. L'analisi di mercato che ho svolto successivamente e di concerto con il *fund manager* ha portato ad identificare un *range* di valori all'interno dei quali potrebbe attestarsi l'ERV delle superficie ad uso uffici. Per la stima del valore più probabile sono partito raccogliendo i dati disponibili dalle fonti istituzionali e le opinioni sul mercato locale fornite dai referenti di Prelios Agency. Nella tabella seguente si riportano i dati sull'area disponibili nelle banche dati dell'Osservatorio Immobiliare e di Scenari Immobiliari.

Tabella 7: Fonti Istituzionali *office* via Alserio

OSSERVATORIO IMMOBILIARE			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Office	120	156	138
New Office	186	276	231

SCENARI IMMOBILIARI			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Office	110	285	198

Purtroppo non mi è stato possibile reperire dati su *comparables* e di conseguenza la fase di raccolta delle informazioni oggettive è terminata con il rilievo delle fonti istituzionali. Abbiamo inoltre considerato nell'analisi che lo sviluppo del complesso terziario denominato "Porta Nuova" in zona limitrofa dovrebbe incrementare l'interesse per l'area circostante e il Fondo potrebbe collocare, a lavori ultimati, l'immobile di via Alserio sul mercato a prezzi più competitivi di quelli richiesti oggi per gli edifici di nuova costruzione che si attestano fino a 500 €/sqm all'anno.

Tutto ciò premesso la definizione del valore di riferimento per l'ERV è stata effettuata assieme al *fund manager* e ad altri collaboratori ed ognuno ha dato il proprio contributo sulla base dell'esperienza personale. In ultima istanza è sembrato ragionevole e prudentiale per un edificio comunque appena ristrutturato e di elevato *appeal* quotare l'ERV a 240 €/sqm per anno. Abbiamo fissato il Worst Case e il Best Case rispettivamente a 210 €/sqm e 270 €/sqm. Di seguito viene riportato il calcolo del *Market Rent* nel Caso Base che si attesta a circa due milioni di euro.

Tabella 8: Market rent via Alserio

MARKET RENT											
Floor	ERV (office) €/sqm	Office Sqm	ERV (retail) €/sqm	Retail Sqm	ERV (storage) €/sqm	Storage Sqm	ERV (other)	Other Sqm	ERV (parks)	Covered Parks #	Market Total Rent €/000
P6	240	825									198
P5	240	825									198
P4	240	825									198
P3	240	825									198
P2	240	970									233
P1	240	1.218									292
P0	240	818									196
PS	240	274	300	556	79	398	158	430			332
I1					79	564			1.440	47	112
I2					79	432			1.440	50	106
TOTAL		6.579		556		1.394		430		97	2.064

Per quanto riguarda invece l'*exit cap rate* ho considerato che la *location* è mediocre ma ben servita e che un immobile di elevato *standing*, con uno o due *tenants* con contratti a lungo termine rappresenta un investimento allettante e relativamente poco rischioso per un potenziale investitore. Confrontando anche le caratteristiche dell'immobile con dei *comparables* rappresentati da proprietà recentemente vendute dai fondi ho deciso di fissare un tasso di uscita per il *Caso Base* pari al 6,5% e successivamente la mia stima è ratificata anche dal *fund manager* che ha ritenuto corrette le ipotesi sottostanti alla mia valutazione.

I *cash flows* seguenti sono quelli generati dall'implementazione della soluzione con le ipotesi del caso base ovvero ERV 240 €/sqm ed *Exit Cap Rate* fissato in 6,5%.

Tabella 10: *Cash flows* office via Alserio

	QUARTERS	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	TOTAL
Revenues									
Rents		-	-	-	-	-	-	503	503
Total Revenues		-	-	-	-	-	-	503	503
Marketing Costs									
Agency Fee on Letting		-	-	-	-	-	-	(402)	(402)
Marketing Sale and Letting Costs		(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(45)
Total Marketing Costs		(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(409)	(447)
Management Costs									
Property Management		-	-	-	-	-	-	-	-
Facility Management		(1)	(4)	(4)	-	-	-	-	(8)
Service Charge		(4)	(13)	(13)	-	-	-	-	(30)
ICI		-	(23)	-	(23)	-	(23)	-	(69)
Insurance (CAR)		-	-	(0)	(5)	(6)	(6)	(1)	(19)
Insurance (after sale)		-	-	-	-	-	-	(45)	(45)
Insurance (global)		(7)	(7)	-	-	-	-	(7)	(20)
Other Ordinary Costs		(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(21)
Total Management Costs		(15)	(49)	(20)	(31)	(9)	(32)	(56)	(213)
Capex									
Works		-	-	(93)	(1.605)	(2.117)	(2.039)	(375)	(6.229)
Work Planning and Direction		(160)	(114)	(86)	(29)	(29)	(30)	(20)	(468)
Urbanization Costs		-	-	-	-	-	-	-	-
Project Management Costs		(6)	(6)	(6)	(51)	(107)	(107)	(51)	(335)
Total Capex		(166)	(120)	(185)	(1.685)	(2.254)	(2.176)	(446)	(7.032)
Disposition									
Disposal		-	-	-	-	-	-	32.587	32.587
Agency Fee on Sale		-	-	-	-	-	-	(489)	(489)
Legal Costs		-	-	-	-	-	-	(81)	(81)
Total Acquisition		-	-	-	-	-	-	32.017	32.017
Unlevered Cash Flows									
Total Unlevered		(188)	(175)	(211)	(1.722)	(2.269)	(2.214)	31.609	24.829
Financing									
Capex Line		122	114	114	1.023	2.145	1.183	-	4.700
Interests (on capex)		(1)	(3)	(4)	(17)	(44)	(60)	(42)	(170)
Capex Line Reimbursement		-	-	-	-	-	-	(4.700)	(4.700)
Total Financing		121	111	110	1.006	2.101	1.123	(4.742)	(170)
Levered Cash Flows									
Total Levered		(67)	(64)	(101)	(716)	(168)	(1.091)	26.867	24.659

Sensitivity

Dall'analisi di sensitività che ho effettuato utilizzando come variabili l'ERV e l'*exit cap rate* emergono il *net cash flow* per Tecla ed il *dispo value* dell'immobile nelle varie alternative. Di seguito riporto la tabella che riassume i risultati.

Tabella 11: Sensitivity office via Alserio

Exit Cap Rate	ERV OFFICE (€/sqm)					
	Worst Case 210 €/sqm		Base Case 240 €/sqm		Best Case 270 €/sqm	
	1.827		2.064		2.301	
6,25%	30.000	22.100	33.900	25.900	37.800	29.800
6,50%	28.800	21.000	32.600	24.700	36.300	28.300
6,75%	27.800	19.900	31.400	23.500	35.000	27.000

Potential Total Rent (€/000)
Dispo Value (€/000)
Net Cash Flow (€/000)

ASSET INFORMATION	
OMV @ 30.06.2011 (€/000)	28.548
Book Value @ 30.06.2011(€/000)	25.245
Capex Expected (€/000)	6.887

Confrontando il *NCF* del *Caso Base* con gli indicatori patrimoniali, ovvero il *Book Value* e l'*Open Market Value*, si registra una perdita su entrambi gli indicatori rispettivamente del 2% e del 13%. Solo sotto le migliori ipotesi di mercato ed al *cap rate* più basso l'iniziativa produrrebbe un premio sull'*OMV*, mentre in tutti gli altri casi si avrebbe uno sconto sul medesimo valore.

SWOT Analysis

Per riassumere al management ed agli altri *stakeholder* del processo gli aspetti positivi e negativi dello scenario ho utilizzato la matrice S.W.O.T..

Tabella 12: SWOT office via Alserio

Strenghts	Weaknesses
- Tempistica: i tempi di realizzazione risultano in linea con le scadenze del Fondo, qualora il nuovo tenant venisse individuato entro la deadline (dicembre 2012)	- Mercato: le attuali difficoltà economiche congiunturali impattano sul mercato immobiliare rendendo non facile l'individuazione di potenziali Prime Tenants
- Prodotto finale di elevato standing: Possibilità di collocare sul mercato delle unità immobiliari ad alta potenzialità	- Investimento elevato: difficilmente il fondo si potrebbe impegnare in un'operazione simile senza aver prima trovato dei conduttori.
- Ritorno atteso: la remunerazione risulta più appetibile rispetto allo scenario di riconversione a residenza	
Opportunities	Threats
- Sviluppo area circostante: attese ottimistiche riguardo alla vivacità del mercato delle locazioni nella zona dovute allo sviluppo del complesso terziario di Porta Nuova in area limitrofa	- No tenants: si prospetta il rischio di difficoltà nel reperimento di nuovi conduttori anche a causa di un futuro eccesso di offerta in zona
- Canone richiesto: Possibilità di collocare sul mercato un immobile riqualificato ad un canone di locazione competitivo rispetto a quello delle nuove costruzioni	

Dall'analisi quantitativa dell'operazione emerge che lo scenario non presenta risultati positivi nella maggior parte dei casi e considerando le attuali condizioni del mercato non appare affatto scontato che la ricerca di conduttori dia esito positivo. Un ottimismo limitato è indotto dalla considerazione che si andrebbe a posizionare sul mercato un prodotto di elevato *standing* a prezzi appetibili che potrebbe intercettare la domanda indotta dallo sviluppo delle aree limitrofe. Restano dei dubbi circa l'approvazione di un investimento di una tale entità che difficilmente verrebbe approvato senza la sicurezza di locare lo stabile a lavori ultimati.

3.3.3 Scenario *Residential*

Studio di Fattibilità

Lo scenario residenza prevede il cambio di destinazione d'uso di quasi la totalità delle superfici che passerebbero così da terziario ad abitativo. Anche in questo caso gli interventi necessari alla riconversione porterebbero al cambiamento radicale dell'aspetto dell'edificio tramite opere di demolizione, ricostruzione, frazionamento e sostituzione degli impianti. La facciata attualmente continua verrebbe alleggerita dalla presenza di logge e balconi e la nuova veste architettonica sarebbe ulteriormente arricchita da elementi di verde sui piani in copertura. Di seguito si riporta un *rendering* della soluzione *residential*.



106
Figura 21: Rendering *residential* via Alserio

L'analisi della normativa comunale effettuata prima dello studio di fattibilità ha rilevato la possibilità, nel caso di variazione di destinazione d'uso, di recuperare le cubature inerenti i collegamenti verticali dell'edificio, ovvero scale e ascensori. L'opportunità concessa per legge si traduce in un aumento della superficie edificabile che consente di innalzare di un piano il corpo Nord dell'edificio e di due piani quello a Sud. La soluzione permette di ottenere a lavori ultimati 52 unità abitative e spazi adibiti ad attività commerciali e terziarie ai piani inferiori dell'edificio. I corpi immobiliari avranno finiture di pregio e il taglio degli appartamenti varia dai monocali al primo livello agli attici in copertura. Di seguito si riporta la tabella riassuntiva delle superfici di progetto.

Tabella 13: Superfici *residential* via Alserio

SURFACES											
Floor	Residential	App.	Retail	Office	Terrace	Storage	Cellar	Covered Parks	Garages	Gross Surface	Weighted Surface
	Sqm	#	Sqm	Sqm	Sqm	Sqm	Sqm	#	#	Sqm	Sqm
Weights	100%		100%	100%	25%	33%	0%	600%	900%		
P7	608	2			443					1.053	719
P6	634	4			99					737	659
P5	798	7			189					994	845
P4	813	10			147					970	850
P3	852	10			159					1.021	892
P2	903	11			153					1.067	941
P1	637	8		442	82					1.169	1.099
P0			427	241						668	668
PS			1.030	241		472				1.743	1.427
I1								62		-	372
I2							267	38	26	267	462
TOTAL	5.245	52	1.457	924	1.269	472	267	100	26	9.686	8.933

L'investimento in lavori e opere nel caso di riconversione ad uso residenziale è stimato in 8,7 mln € mentre i costi di progettazione, direzioni lavori, *project management* e gli oneri di urbanizzazione ammonterebbero a 1,4 mln €. I tempi previsti per la realizzazione del progetto, dalla richiesta delle autorizzazioni al termine dei lavori, sarebbero all'incirca di 28 mesi.

Analisi di mercato e listino di frazionamento

Anche in questo caso per l'analisi di mercato ho per prima cosa rilevato i dati provenienti dalle fonti istituzionali riportati di seguito.

Tabella 14: Fonti istituzionali *residential* via Alserio

OSSERVATORIO IMMOBILIARE			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Residential	3.400	5.800	4.600
Office	3.400	4.800	4.100
Retail	3.200	5.200	4.200

SCENARI IMMOBILIARI			
	Min	Max	MFV
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Residential	3.200	5.900	4.700
Office	2.700	4.500	4.000
Retail	2.900	4.800	4.300

A differenza dello scenario *office* in questo caso è stato possibile reperire numerosi *comparables* nella zona grazie ad annunci sul web. In totale ho trovato una cinquantina di offerte immobiliari per unità di diverso taglio, dai monocali agli attici e l'intero listino di un edificio di nuova costruzione che per le finiture di pregio è molto simile al progetto considerato. Il prezzo medio per la zona emerso al termine delle ricerche è di circa 5.400 euro/sqm in contrasto con quanto riportato dalle fonti istituzionali, considerando però che generalmente la negoziazione porta ad uno sconto del 10% le risultanze sono comparabili. Volendo comunque avere una stima prudentiale abbiamo sì è deciso di fissare il prezzo medio degli appartamenti nel *Caso Base* a 4.750 euro/sqm. L'ipotesi è stata poi avallata dai referenti di Prelios Agency che hanno comunque suggerito anche valori superiori dato l'elevato *standing* del complesso a lavori ultimati.

Per quanto riguarda invece la valorizzazione delle superfici commerciali e a destinazione d'uso uffici ho fissato il prezzo fra i 3.500 e i 4.500 euro/sqm in linea con quanto riscontrato nei database delle fonti istituzionali e condivisi successivamente dagli agenti. Per i box ed i posti auto l'iter seguito per la loro valorizzazione è stato il medesimo. Dal listino di frazionamento emerge che l'operazione consentirà ricavi per oltre 40 milioni di euro.

Tabella 15: Listino *residential* via Alserio

ECONOMIC SURFACE VALUE											
Floor	Residential Value	Residential SLP W	Retail Value	Retail SLP W	Office Value	Office SLP W	Covered Parks	Covered Parks	Garages	Garages	Final Value
	€/sqm	Sqm	€/sqm	Sqm	€/sqm	Sqm	€/cad.	#	€/cad.	#	€/000
P7	5.981	719									4.299
P6	5.581	659									3.676
P5	5.181	845									4.378
P4	4.781	850									4.062
P3	4.381	892									3.906
P2	3.981	941									3.746
P1	3.581	657			4.000	442					4.122
P0			4.500	427	4.000	241					2.886
PS			4.000	1.030	3.500	397					5.509
I1							30.000	62			1.860
I2							30.000	38	45.000	26	2.310
TOTAL		5.562		1.457		1.080		100		26	40.753
Average Price for Residential (€/sqm)			4.750								

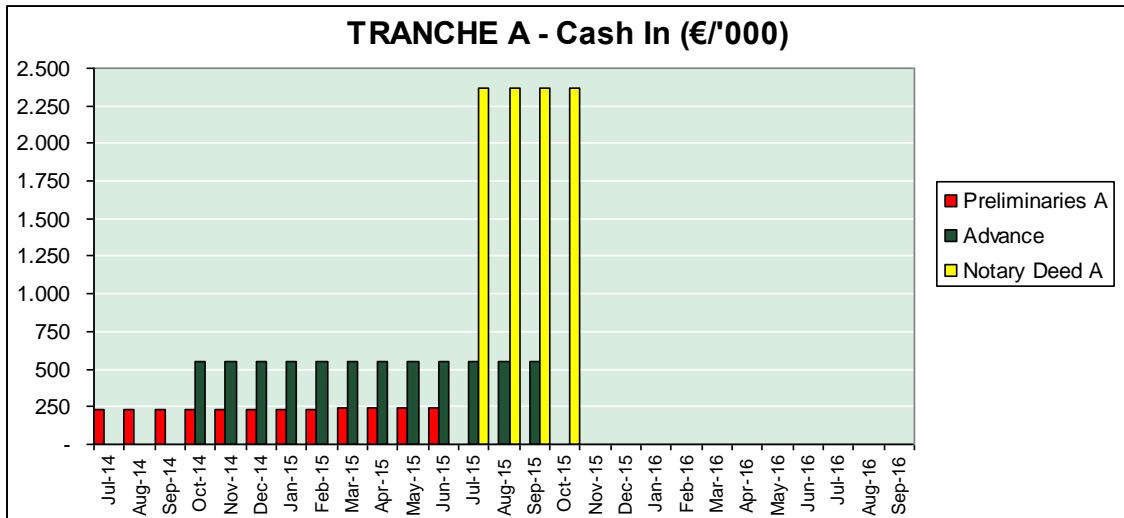
Vincoli

Dall'analisi economico-finanziaria effettuata risulta che lo scenario *residential* è la soluzione più conveniente in termini di ritorni. Anche in questo caso è necessario ancora una volta valutare la durata residua di Tecla che è di poco più di tre anni. Alla luce di tale vincolo temporale l'operazione di conversione ad uso residenziale non è implementabile dal fondo in quanto sono necessari ventotto mesi solo per l'iter autorizzativo e l'esecuzione dei lavori e si stima che almeno un anno sarebbe indispensabile per la vendita di tutte le unità immobiliari ricavate. Pertanto si ipotizza che lo scenario venga sviluppato da un *next buyer* che verosimilmente acquisterebbe l'immobile *as-is* e procederebbe ad un'opera di ristrutturazione e vendita frazionata delle singole abitazioni.

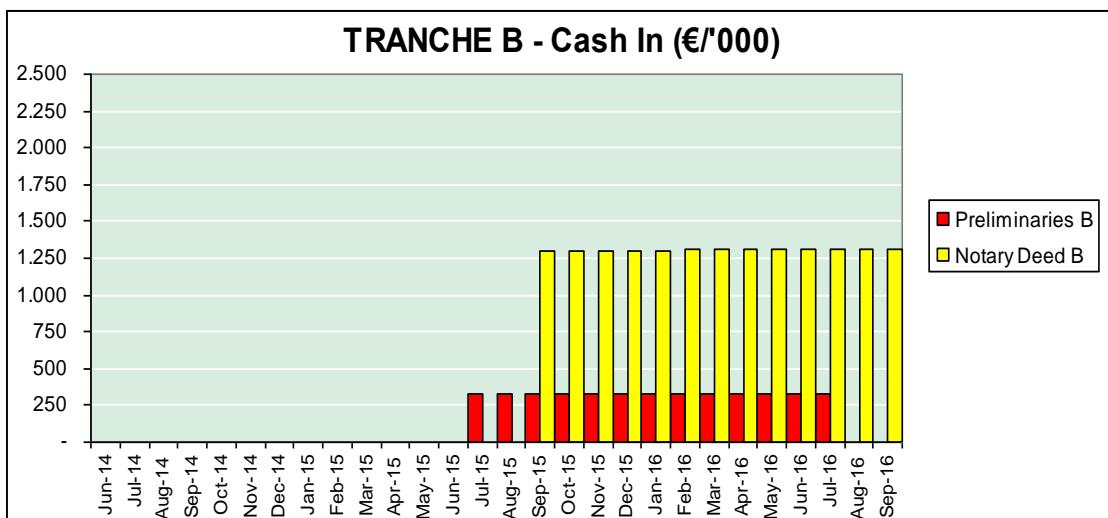
Assumptions

Come anticipato ho considerato che sia un investitore terzo a realizzare il progetto e ho calcolato i flussi generati dall'operazione per il *next buyer* al fine di determinare l'esborso che è propenso a sostenere per l'acquisto della proprietà *as-is*. Per rendere confrontabili gli scenari ho optato per fissare la data di vendita a gennaio 2013 e da questa data ha inizio la gestione dell'immobile da parte del nuovo investitore. Ho ipotizzato inoltre un utilizzo di leva finanziaria sia per l'acquisto della proprietà che per il sovvenzionamento dei lavori e delle spese di progetto. Infine data la complessità dell'intervento ho supposto delle spese di *project management* simili a quelle sostenute dai fondi Prelios ed ho fissato la *fee* di gestione al 3%.

lavori ed i clienti accetterebbero la transazione del bene “sulla carta”. Gli acquirenti pagherebbero il 15% del totale del prezzo d’acquisto ai preliminari, il 35% come secondo acconto tre mesi dopo i preliminari e il saldo verrebbe corrisposto alla data del rogito. I preliminari comincerebbero dodici mesi prima del termine dei lavori, mentre tutti i rogiti si avrebbero nei quattro mesi successivi al termine dei lavori. Nel grafico sottostante si riportano le vendite della *tranche* nel *Caso Base*.



TRANCHE B (50% restante del totale delle superfici): la *tranche* B non viene scontata, verrebbe venduta al prezzo di mercato. La modellizzazione prevede il pagamento del 20% del prezzo di vendita ai preliminari e il rimanente 80% al rogito notarile. Ho previsto siano necessari tredici mesi per i preliminari e che i rogiti abbiano luogo due mesi dopo i preliminari.



Nella tabella sottostante si trova invece il listino di frazionamento rettificato con l'assunzione di vendita scontata dalla *tranche* A e l'ALA accumulata su ogni superficie.

SALES AND ALA					
Floor	Tranche A (discounted)	Tranche B	Final Value	ALA	Release
	50%	50%			
	€	€	€	€	€
P7	1.934	2.149	4.084	1.255	1.381
P6	1.654	1.838	3.492	1.073	1.181
P5	1.970	2.189	4.159	1.278	1.406
P4	1.828	2.031	3.859	1.186	1.305
P3	1.758	1.953	3.711	1.141	1.255
P2	1.686	1.873	3.559	1.094	1.203
P1	1.855	2.061	3.916	1.204	1.324
P0	1.298	1.443	2.741	843	927
PS	2.479	2.754	5.233	1.609	1.769
I1	837	930	1.767	543	597
I2	1.040	1.155	2.195	675	742
TOTAL	18.339	20.377	38.716	11.900	13.090

Tabella 18: Listino scontato e ALA

Sensitivity

La *sensitivity* ci restituisce il *net cash flow* per Tecla a seguito della dismissione della proprietà per le diverse ipotesi di mercato e al variare dell'*IRR levered* del *Next Buyer*. Ho ipotizzato un IRR obiettivo dell'investitore pari al 20% nel Caso Base che risulta in linea con il profilo di rischio dell'investimento e con quanto solitamente richiesto dagli operatori del mercato.

Tabella 19: *Sensitivity residential* via Alserio

IRR Levered	AVERAGE PRICE RESIDENTIAL (€/sqm)					
	Worst Case 4.500 €/sqm		Base Case 4.750 €/sqm		Best Case 5.000 €/sqm	
	37.900		38.700		40.000	
15%	9,2%	19.700	9,2%	20.700	9,3%	21.700
20%	11,3%	18.500	11,30%	19.500	11,3%	20.400
25%	13,4%	17.400	13,4%	18.300	13,5%	19.200

	Total Revenues (€/000)
	IRR Unlevered
	Net Cash Flow (€/000)

ASSET INFORMATION	
OMV @ 30.06.2011 (€/000)	28.548
Book Value @ 30.06.2011(€/000)	25.245
Capex Expected (€/000)	10.035

Da una prima occhiata ai dati ottenuti si nota che lo scenario garantisce ritorni inferiori rispetto alla riqualificazione ad uffici. Nelle ipotesi ritenute più probabili del *Caso Base* la soluzione genera una perdita sul *book value* pari al 23% e se confrontato all'*Open Market Value* lo sconto è ancora più elevato, nell'intorno del 32%. La riconversione a residenza non produce risultati soddisfacenti in alcuna configurazione neanche nel *Best Case* e supponendo un margine richiesto dallo sviluppatore del 15%.

Cash Flows

Di seguito i flussi di cassa dello scenario residenziale nel *Caso Base*.

Tabella 20: Cash flows residential via Alserio

	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	TOTAL	
Revenues																	
Preliminaries	-	-	-	-	708	710	712	976	978	980	980	980	980	980	980	980	7.081
Advance	-	-	-	-	1.648	1.652	1.656	1.660	1.660	1.660	1.660	1.660	1.660	1.660	1.660	1.660	6.617
Notary Deed	-	-	-	-	-	-	-	-	8.339	6.269	3.915	3.925	3.915	3.925	3.935	26.433	
Total Revenues	-	-	-	-	706	2.366	2.368	11.025	7.247	4.896	4.908	4.263	4.263	4.263	4.263	40.131	
Marketing Costs																	
Agency Fee on Sale	-	-	-	-	-	-	-	-	(316)	(192)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(803)	
Marketing Sale Costs	-	-	-	-	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(168)	
Legal Costs	-	-	-	-	-	-	-	-	(40)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(100)	
Total Marketing Costs	-	-	-	-	(13)	(13)	(13)	(13)	(369)	(229)	(229)	(229)	(229)	(229)	(229)	(1.071)	
Capex																	
Works	-	-	(66)	(463)	(1.384)	(1.506)	(1.509)	(1.513)	(1.457)	(850)	(134)	-	-	-	-	(8.882)	
Work Planning and Direction	(171)	(87)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(11)	-	-	-	-	(502)	
Urbanization Costs	(205)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(231)	-	-	-	-	-	(616)	
Project Management Costs	(4)	(4)	(4)	(10)	(33)	(46)	(46)	(46)	(46)	(33)	(11)	-	-	-	-	(282)	
Total Capex	(175)	(331)	(182)	(515)	(1.458)	(1.593)	(1.597)	(1.601)	(1.545)	(1.130)	(156)	-	-	-	-	(10.282)	
Management Costs																	
Property Management	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Facility Management	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Service Charge	(12)	(12)	-	-	-	-	-	-	-	(9)	(5)	(3)	(3)	(2)	(0)	(44)	
ICI	-	(23)	-	(23)	-	(23)	-	(23)	-	(23)	-	(13)	-	(5)	-	(133)	
Insurance (CAR)	-	-	(0)	(1)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	-	-	(12)	-	-	-	(28)	
Insurance (after sale)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(19)	-	(6)	-	(6)	-	(48)	
Insurance (global)	(7)	(7)	-	-	-	-	-	-	-	(6)	(3)	(2)	(1)	(1)	(0)	(27)	
Other Ordinary Costs	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(46)	
Total Management Costs	(22)	(45)	(3)	(27)	(7)	(30)	(8)	(30)	(7)	(29)	(40)	(39)	(18)	(21)	(13)	(340)	
Acquisition																	
Bid	-	(19.772)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(19.772)	
Closing Costs	-	(297)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(297)	
Total Acquisition	-	(20.069)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(20.069)	
Unlevered Cash Flows																	
Total Unlevered	(20.266)	(376)	(189)	(555)	(1,478)	(1,636)	(911)	712	797	1,196	10,461	6,978	4,755	4,764	4,126	8,370	
IRR (Unlevered)	11,3%																
Financing																	
Acquisition Line	11.900	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.900	
Capex Line	131	122	336	372	1.123	1.546	1.550	1.553	268	(170)	(125)	(61)	(38)	(14)	(0)	7.000	
Interests (on acquisition)	(135)	(138)	(141)	(145)	(147)	(151)	(150)	(164)	(167)	(170)	(170)	(170)	(170)	(170)	(170)	(1.754)	
Interests (on capex)	(1)	(3)	(7)	(12)	(26)	(46)	(69)	(93)	(98)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(624)	
Acquisition Line Reimbursement	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(3.134)	(1.596)	(1.600)	(414)	(11.900)	
Capex Line Reimbursement	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(2.757)	(1.676)	(854)	(856)	(7.000)	
Total Financing	11,894	(19)	188	215	950	1,349	1,321	1,297	3	(270)	(8,112)	(4,912)	(2,518)	(2,488)	(1,277)	(2,377)	
Levered Cash Flows																	
Total Levered	(8,372)	(395)	(10)	(339)	(529)	(287)	411	2,009	799	927	2,349	2,066	2,237	2,276	2,850	5,993	
IRR (Levered)	20,0%																

SWOT Analysis

Di seguito vantaggi e svantaggi dello scenario.

Tabella 21: SWOT Analysis residential via Alserio

Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none">- Tempistiche: la vendita dell'immobile as-is è sempre perseguibile entro la scadenza del fondo- Progetto: possibilità di collocare sul mercato l'immobile as-is con un progetto di riconversione molto valido	<ul style="list-style-type: none">- Ritorno atteso: inferiore rispetto allo scenario office e di molto inferiore rispetto a <i>book value</i> e <i>OMV</i>.
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none">- Sviluppo area circostante: attese ottimistiche riguardo al mercato immobiliare nella zona dovute allo sviluppo del complesso immobiliare di Porta Nuova/Garibaldi nelle zone limitrofe	<ul style="list-style-type: none">- Rischio invenduto: eventuale difficoltà nella commercializzazione dell'immobile as-is a causa delle non facili condizioni economiche congiunturali

Il ritorno atteso per Tecla è molto basso in tutti i casi. Nel caso di una negoziazione per la vendita *as-is* qualche prospettiva ottimistica è data dal progetto che si potrebbe presentare con l'immobile e dalle opportunità di mercato che potrebbero concretizzarsi nel futuro prossimo. In ogni caso non appare uno scenario molto allettante.

3.3.4 Strategia di dismissione

Preso atto che lo scenario *residential* non è implementabile da Tecla e che la vendita *as-is* dell'immobile garantirebbe un *net cash flow* inferiore al caso *office* si è deciso di tentare lo sviluppo della riqualificazione ad uso uffici. Si è quindi stabilito di procedere alla ricerca di uno o due conduttori solidi che prenderebbero in locazione l'intero immobile tramite un contratto di *pre-lesing*. I *tenants* occuperebbero l'edificio una volta ultimate le opere di ristrutturazione e a questo punto si procederebbe con una vendita a reddito dalla proprietà.

Date le difficoltà recentemente riscontrate nel mercato degli uffici, si è deliberato di incentivare l'attività di promozione commerciale attraverso l'utilizzo di una *success fee* che arrivi fino al 20% del nuovo canone.

Qualora la ricerca dei locatari dia esito negativo entro la fine del 2012, occorrerà procedere alla vendita della proprietà *as-is* ad un acquirente terzo che verosimilmente effettuerà la riconversione dell'edificio ad uso residenziale con successiva vendita frazionata.

Date le prospettive negative sul mercato *office* si è deciso di portare avanti due strategie in parallelo ed *agency* è stata attivata sia per la locazione che per la vendita dello stabile. In ogni caso ci si aspetta un ritorno inferiore all'*OMV* ed al *book value* e l'entità della perdita dipende soprattutto dalle condizioni di mercato che si presenteranno nel breve-medio termine.

3.4 Caso di studio: Torino, via Mezenile

Il secondo caso di studio prende come riferimento un'altra proprietà *value added* del fondo Tecla situata a Torino in via Mezenile al civico 11. La zona in cui si trova l'immobile è semicentrale ad ovest del centro in prossimità di Corso Vittorio Emanuele ed ha prevalenza di destinazione d'uso residenziale. La *location* è ben servita dal trasporto pubblico locale, in prossimità dell'edificio si trovano due stazioni della Linea 1 della metropolitana e numerose fermate dei mezzi di superficie.

3.4.1 Stato di fatto

L'immobile è una ex sede di uffici Telecom successivamente occupata da Seat Pagine Gialle e attualmente interamente sfitto. Lo stabile è un fabbricato cielo-terra di sette piani totalmente a destinazione d'uso uffici con tre livelli interrati adibiti ad archivio per una superficie totale ponderata pari a 4.500 sqm.

Anche in questo caso l'edificio necessita di importanti interventi di manutenzione straordinaria senza i quali difficilmente sarebbe presentabile sul mercato. Ai fini di una sua valorizzazione sono state individuate due strategie alternative di intervento:

- **Scenario Uffici:** riqualificazione dell'intero edificio mantenendo l'attuale destinazione ad uso uffici, locazione e vendita dell'immobile a reddito;
- **Scenario Residenza:** riconversione parziale della superficie ad uso abitativo (vi sono dei limiti urbanistici sulla riconversione totale) e successiva vendita frazionata delle unità immobiliari.

Individuati gli scenari il *fund manager* ha commissionato ad uno studio di architettura torinese la realizzazione degli studio di fattibilità tecnica e il computo dei costi per entrambe le soluzioni.

3.4.2 Scenario Office

Studio di Fattibilità

Lo scenario uffici prevede la riqualificazione dello stabile senza variazioni di destinazione d'uso. I piani dal primo al settimo subirebbero delle ristrutturazioni completa degli interni ed esterne, con l'aggiunta di balconi e di logge. Per quanto riguarda i connettivi verticali lo studio di fattibilità ipotizza la riduzione dei vani ascensore da quattro a due e la costruzione di una scala antincendio esterna della quale ad oggi l'edificio è sprovvisto. Gli interrati verrebbero completamente rivisti con la realizzazione di una autorimessa sui tre livelli sotterranei e sarebbero ricavati dagli spazi adibiti a magazzino e locali tecnici. Gli impianti di condizionamento essendo stati di recente sostituiti non necessitano di riammodernamenti. Infine le aree esterne verrebbero convertite a verde condominiale. Di seguito un *rendering* della soluzione.



Figura 22: Rendering office via Mezzenile

Il progetto prevede di ottenere circa 3.600 sqm adibiti ad uffici atti ad ospitare sia studi professionali di piccole dimensioni che open space per conduttori di dimensioni più rilevanti. Nei sotterranei si ricaverebbero in totale 41 posti auto e circa 1.500 metri quadri da adibire a magazzini.

Tabella 22: Superfici office via Mezzenile

SURFACES						
Floor	Office	Storage	Garages	Covered Parks	Gross Surface	Weighted Surface
	Sqm	Sqm	#	#	Sqm	Sqm
Weight	100%	33%	700%	600%		
P7		54			54	18
P6	263				263	263
P5	510				510	510
P4	587				587	587
P3	587				587	587
P2	587				587	587
P1	587				587	587
PT	486				486	486
I1		473	8	4	473	236
I2		508	8	5	508	254
I3		508	8	8	508	272
TOTAL	3.608	1.543	24	17	5.151	4.387

Dall'analisi effettuata dal nostro *outsourcer* gli investimenti in opere dovrebbero ammontare all'incirca a 3,45 milioni di euro e altri costi (progettazione, direzione lavori, project management e oneri per la sicurezza) sono stimabili in 0,63 milioni di euro. Dalla richiesta delle autorizzazioni al termine dei lavori la tempistica necessaria è di almeno 15 mesi.

Vincoli

Ipotizzando che siano necessari almeno sei mesi per la vendita e tenendo conto dei vincoli temporali imposti da Tecla (scadenza al 31 dicembre 2014) lo scenario uffici risulterebbe attuabile dal fondo solo se intrapreso entro aprile 2013 che diventa la *deadline* oltre la quale lo scenario non è più implementabile.

Analisi di mercato e Market Rent

Anche nel caso di Torino prima di cominciare la valutazione economico-finanziaria dell'iniziativa mi sono recato in *site visit* a visionare l'immobile e la location assieme al *fund manager*. L'analisi per la determinazione del canone di mercato per il *Caso Base* è cominciata fissando un minimo ed un massimo per l'ERV rilevando le fonti istituzionali.

Tabella 23: Fonti istituzionali *office* via Mezenile

OSSERVATORIO IMMOBILIARE			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Office	84	118	101
New Office	103	148	126

SCENARI IMMOBILIARI			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Office	90	150	120

A seguito dell'incontro con i rappresentanti di Prelios Agency è emerso che il valore più probabile dell'ERV per l'immobile di via Mezenile è attorno ai 120 euro per sqm. La stima tiene conto soprattutto della domanda di uffici piuttosto scarsa nella zona e del fatto che per intercettarla occorre offrire canoni molto allettanti. Il *Worst Case* e il *Best Case* sono rispettivamente 110 €/sqm e 130 €/sqm.

Tabella 24: Market Rent office via Mezenile

MARKET RENT									
Floor	Office	ERV (office)	Storage	ERV (storage)	Garages	ERV (garages)	Covered Parks	ERV (parks)	Market Total Rent
	Sqm	€/sqm	Sqm	€/sqm	#		#	€/sqm	€/000
P7			54	40					2
P6	263	120							32
P5	510	120							61
P4	587	120							70
P3	587	120							70
P2	587	120							70
P1	587	120							70
PT	486	120							58
I1			473	40	8	840	4	720	28
I2			508	40	8	840	5	720	30
I3			508	40	8	840	8	720	33
TOTAL	3.608		1.543		24		17		526

La *location* dell'immobile risulta ben servita dal trasporto pubblico locale ma rimane comunque piuttosto periferica. Questa considerazione unitamente al fatto che l'immobile è di dimensioni ridotte rende improbabile l'individuazione di uno o due conduttori solidi che prenderebbero l'immobile con contratti a lungo termine. Per una proprietà con queste caratteristiche è difficile ipotizzare un investitore che sia disposto ad acquistare l'immobile anche se completamente affittato ad un *cap rate* inferiore al 6,5%. Ho dunque fissato, di concerto con il *fund manager*, il tasso di uscita dell'immobile locato nel *Caso Base* a 6,75% aggiungendo e sottraendo 0,25% rispettivamente per il *Best* ed il *Worst Case*.

Assumptions

Per effettuare l'analisi economico-finanziaria dell'iniziativa ho ipotizzato che la ricerca dei *tenants* abbia inizio fin da subito (di conseguenza le spese di marketing cominciano fin dal primo trimestre) e che il progetto abbia inizio non alla *deadline* ma a gennaio del 2012. Come anticipato lo scenario verrebbe implementato da Tecla che affiderebbe l'esecuzione dei lavori a imprese esterne. Appena terminati i lavori ad aprile 2013 si avrebbe l'occupazione dello stabile che verrebbe venduto a reddito nel settembre dello stesso anno a seguito di sei mesi di negoziazione. Per via prudenziale ho supposto una *vacancy* strutturale pari al 5% degli spazi totali. Il finanziamento dell'operazione sarebbe effettuato tramite la linea *capex* della quale il fondo disporrebbe per un totale di 2,7 milioni di euro al tasso del nuovo accordo con le banche di Tecla.

Tabella 25: Assumptions office via Mezenile

GENERAL	
ISTAT	1,0%
CAPEX	
Works	
Start Date	Apr-12
Finish Date	Apr-13
Duration (months)	12
Total Works (€/000)	3.459,4
Total Works (€/sqm w)	789
Work Planning	
Start Date	Jan-12
Finish Date	Apr-12
Duration (months)	3
Total Planning (€/000)	143,6
Work Direction (€/000)	63,6
Safety Costs (€/000)	229,9
Urbanization Costs (€/000)	-
Project Management (€/000) *	5% 194,8
* Calculated on works, planning, work direction and safety costs	
FINANCING	
Capex Line	
Leverage	69%
Capex Line (€/000) *	2.700
Spread	275 bps
* Capex line funds works, planning, work direction and safety costs	
MANAGEMENT COSTS	
Insurance	
CAR (€/000) *	0,23% 10,1
Post Sale (€/000) **	0,20% 26,5
Global (€/000/year) **	0,13% 15,6
Other Costs	
Property Management ***	2,7%
Facility Management (€/000/year) ***	6,8
Service Charge (€/000/year)	25,8
ICI (€/year)	37,9
* Calculated on work planning, direction and cost of works	
** Calculated on Rebuilding Value	
*** Calculated on collected Rents	
RENTS	
Letting	
Lease Start Date	Apr-13
Free Rent (months)	-
Structural Vacancy	5%
Marketing Costs	
Agency Fee on Letting	20,0%
Marketing Expenses (€/000/year)	25,0
DISPOSAL	
Dispo Date	Sep-13
Dispo Costs	
Agency Fee on Sale	1,15%
Legal Costs	0,25%

Cash flows

Di seguito lo schema dei flussi di cassa generati nel *Caso Base*.

Tabella 26: Cash flows office via Mezzenile

	QUARTERS	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	TOTAL
Revenues									
Rents		-	-	-	-	-	127	127	253
Total Revenues		-	-	-	-	-	127	127	253
Marketing Costs									
Agency Fee on Letting		-	-	-	-	-	(101)	-	(101)
Marketing Sale and Letting Costs		(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(44)
Total Marketing Costs		(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(108)	(6)	(146)
Management Costs									
Property Management		-	-	-	-	-	(3)	(3)	(7)
Facility Management		(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(4)	(14)
Service Charge		(2)	(7)	-	-	-	-	(8)	(16)
ICI		-	(19)	-	(19)	-	(19)	-	(57)
Insurance (CAR)		-	(0)	(2)	(5)	(2)	(1)	-	(10)
Insurance (after sale)		-	-	-	-	-	-	(26)	(26)
Insurance (global)		(4)	-	-	-	-	(4)	(4)	(12)
Other Ordinary Costs		(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(21)
Total Management Costs		(10)	(30)	(7)	(29)	(7)	(32)	(49)	(163)
Capex									
Works		-	(24)	(664)	(1.848)	(734)	(217)	-	(3.487)
Planning		(81)	(62)	-	-	-	-	-	(144)
Work Direction and Safety costs		-	(25)	(74)	(74)	(74)	(50)	-	(296)
Urbanization Costs		-	-	-	-	-	-	-	-
Project Management Costs		(3)	(5)	(26)	(68)	(69)	(26)	-	(196)
Total Capex		(84)	(116)	(764)	(1.990)	(877)	(293)	-	(4.123)
Disposition									
Disposal		-	-	-	-	-	-	7.906	7.906
Agency Fee on Sale		-	-	-	-	-	-	(91)	(91)
Legal Costs		-	-	-	-	-	-	(20)	(20)
Total Acquisition		-	-	-	-	-	-	7.795	7.795
Unlevered Cash Flows									
Total Unlevered		(100)	(153)	(777)	(2.026)	(890)	(306)	7.867	3.617
Financing									
Capex Line		50	93	519	1.370	668	-	-	2.700
Interests (on capex)		(1)	(2)	(7)	(23)	(31)	(31)	(21)	(115)
Capex Line Reimbursement		-	-	-	-	-	-	(2.700)	(2.700)
Total Financing		50	92	511	1.347	637	(31)	(2.721)	(115)
Levered Cash Flows									
Total Levered		(50)	(61)	(266)	(679)	(253)	(337)	5.146	3.501

Sensitivity

La *sensitivity* effettuata non restituisce dati rassicuranti.

Tabella 27: *Sensitivity office* via Mezzenile

		ERV OFFICE (€/sqm)					
Exit Cap Rate	Worst Case 110 €/sqm		Base Case 120 €/sqm		Best Case 130 €/sqm		
		483		526		570	
6,50%	7.550	3.100	8.200	3.800	8.900	4.500	
6,75%	7.250	2.850	7.900	3.500	8.550	4.150	
7,00%	7.000	2.600	7.600	3.200	8.250	3.850	
	Potential Total Rent (€/000)						
	Dispo Value (€/000)						
	Net Cash Flow (€/000)						
ASSET INFORMATION							
	OMV @ 30.06.2011 (€/000)		6.977				
	Book Value @ 30.06.2011(€/000)		7.048				
	Capex Expected (€/000)		4.091				

Da quanto emerge dall'analisi economico-finanziaria il *Caso Base* genera un *net cash flow* che corrisponde a circa la metà del costo storico dell'immobile. Nessun caso appare fornire dei ritorni appetibili, o che comunque generino una perdita minima, e il problema fondamentale appare essere il canone di mercato.

SWOT Analysis

Di seguito il riassunto dei punti di forza e di debolezza dello scenario.

Tabella 28: *SWOT Analysis office* via Mezzenile

Strenghts	Weaknesses
- Tempistica: i tempi di realizzazione risulterebbero in linea con le scadenze del Fondo se il progetto venisse intrapreso entro la deadline (aprile 2013)	- Mercato: le attuali difficoltà economiche congiunturali e la bassa appetibilità dell'area per operatori del terziario rendono ardua l'individuazione di potenziali tenants.
- Prodotto finale: possibilità di collocare sul mercato uno stabile ristrutturato ad elevata appetibilità	- Ritorno atteso: la remunerazione stimata dello scenario risulta meno appetibile rispetto allo scenario di riconversione a residenza.
Opportunities	Threats
- Prossimità Palazzo di Giustizia: è possibile sfruttare la domanda per studi di professionisti derivata alla vicinanza dello stabile al tribunale	- Sfitto: si prospetta il rischio di investire su di un'immobile che risulterà parzialmente o totalmente sfitto al termine dei lavori

L'opportunità di posizionare sul mercato un immobile ad elevato *standing* e di sfruttare la domanda derivata dalla prossimità al Tribunale non sembrano punti di forza tali da abbattere le difficoltà del mercato *office*. Appare molto probabile uno

scenario finale con un immobile parzialmente sfitto e anche nell'ipotesi ottimistica in cui venisse interamente locato i ritorni attesi sono del tutto insoddisfacenti.

3.4.3 Scenario *Residential*

Studio di Fattibilità

Nel caso di riconversione dell'edificio ad uso residenziale lo studio di fattibilità sulla base delle normative in materia urbanistica regionali e comunali ha individuato tre ulteriori alternative di sviluppo:

- **Conversione totale:** l'intera superficie verrebbe convertita a destinazione d'uso residenziale al fronte di un percorso autorizzativo piuttosto tortuoso e prevede il passaggio in Giunta Comunale, in Consiglio Comunale e necessita del parere positivo della Circoscrizione. L'iter appare piuttosto lungo, oltre un anno e mezzo, e dall'esito incerto.
- **Conversione parziale:** solo il 50% della superficie sarebbe destinata al cambio d'uso. La soluzione comporta un iter autorizzativo abbastanza breve che solitamente richiede al massimo nove mesi.
- **Conversione parziale con piano casa:** anche in questo caso il 50% della superficie sarebbe convertita ad uso abitativo con l'aggiunta di un ulteriore 20% (calcolato sulla superficie oggetto di cambio di destinazione d'uso) grazie allo sfruttamento del piano casa. La tempistica richiesta dalla soluzione è la medesima di quella di conversione parziale.

La soluzione che appare più conveniente, in termini di tempistiche e costi, è quella di mantenere l'attuale destinazione d'uso uffici su metà della SLP (Superficie lorda di Pavimento) e convertire la restante parte a residenziale. Successivamente l'adesione al Piano Casa permetterebbe di incrementare del 20% la SLP residenziale incrementando del 10% la superficie complessiva dello stabile.

Gli interventi previsti sono simili a quelli della soluzione *office*. Si avrebbero interventi importanti sugli interni e sugli esterni dell'edificio con il ridimensionamento del numero degli ascensori e l'aggiunta di una scala di

emergenza. Anche in questo caso gli interrati verrebbero adibiti ad autorimessa e scantinati.



Figura 23: *Rendering residential via Mezenile*

L'adesione al Piano Casa permetterebbe un guadagno di SLP pari a 326 sqm e la superficie finale pari 3.584 sqm sarebbe destinata congiuntamente ad uffici e residenza. Per sfruttare appieno la superficie ottenibile sarebbe necessario l'innalzamento dello stabile con l'ampliamento del settimo e la realizzazione dell'ottavo piano. Le unità immobiliari ricavate sarebbero studi professionali al piano terra ed uffici di vario taglio, anche *open space*, ai livelli superiori fino al quarto. La soluzione essendo mista prevede fin dal quarto piano appartamenti di metratura varia e due attici in copertura. L'autorimessa con accesso tramite rampa consentirebbe di ottenere 24 garage e 17 posti auto coperti.

Tabella 29: Superfici *residential* via Mezenile

SURFACES										
Floor	Residential	App.	Office	Terrace	Storage	Cellar	Covered Parks	Garages	Gross Surface	Weighted Surface
	Sqm	#	Sqm	Sqm	Sqm	Sqm	#	#	Sqm	Sqm
Weights	100%		100%	25%	33%	0%	600%	700%		
P8	164	1							165	164
P7	235	2		24					261	241
P6	334	3		206					543	386
P5	426	5		156					587	465
P4	466	4		117					587	495
P3	123	1	368	111					603	519
P2			497	105					602	523
P1	205		305	88					598	532
PT			460						460	460
I1					411	187	4	8	598	216
I2						393	5	8	393	86
I3						393	8	8	393	104
TOTAL	1.953	16	1.630	807	411	973	17	24	5.790	4.190

Il progetto di riconversione parziale comporterebbe investimenti in opere di ristrutturazione per all'incirca 4,8 milioni di euro ed altri costi fra progettazione, sicurezza, direzione lavori e oneri comunali approssimativamente pari a 1,0 milione di euro. La tempistica necessaria all'ottenimento delle autorizzazioni si ipotizza non inferiore ai nove mesi mentre sarebbero necessari circa 19 mesi per l'esecuzione dei lavori.

Vincoli

Compresi i tempi di vendita l'intera operazione richiederebbe almeno tre anni e risulterebbe difficilmente implementabile da Tecla date le tempistiche ristrette del fondo. Di conseguenza occorrerebbe procedere alla vendita dell'immobile *as-is* ad uno sviluppatore terzo che verosimilmente procederebbe alla riconversione ad uso residenziale dello stabile.

Analisi di mercato e listino di frazionamento

Le fonti istituzionali sono state raccolte per entrambe le tipologie di superfici presenti nella soluzione.

Tabella 30: Fonti istituzionali *residential* via Mezenile

OSSERVATORIO IMMOBILIARE			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Residential	2.900	4.600	3.750
Office	2300	3500	2.900
SCENARI IMMOBILIARI			
	Min	Max	MFV
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Residential	2.600	4.400	3.650
Office	2100	3.400	2.750

Inoltre ho effettuato una ricerca di *comparables* sul web che ha dato come output una ventina di appartamenti di diverso taglio ma con caratteristiche analoghe alle unità immobiliari di progetto. Il prezzo medio per la residenza rilevato è pari all'incirca a 3.800 euro per metro.

Alla luce di quanto rilevato e discusso nelle riunioni con gli agenti operanti sul mercato locale abbiamo deciso di fissare il prezzo medio per le abitazioni nel *Caso Base* a 3.500 euro al metro quadro e di mantenere una linea prudente con gli uffici stimando il valore a 2.750 €/sqm.

Tabella 31: Listino via Mezenile

ECONOMIC SURFACE VALUE									
Floor	Residential Value	Residential SLP W	Office Value	Office SLP W	Covered Parks	Covered Parks	Garages	Garages	Final Value
	€/sqm	Sqm	€/sqm	Sqm	€/cad.	#	€/cad.	#	€/000
P8	4.437	164							728
P7	4.137	241							997
P6	3.837	386							1.479
P5	3.537	465							1.645
P4	3.237	495							1.603
P3	2.937	131	3.234	388					1.639
P2			2.934	523					1.535
P1	2.337	215	2.634	317					1.337
PT			2.334	460					1.074
I1			2.334	136	20.000	4	25.000	8	597
I2					20.000	5	25.000	8	300
I3					20.000	8	25.000	8	360
TOTAL		2.097		1.824		17		24	13.293
Residential Average Price (€/sqm)			3.500						
Office Average Price (€/sqm)			2.750						

Assumptions

Per la realizzazione del modello ho ipotizzato che lo scenario venga messo in atto da un *developer* esterno al fondo che acquisirebbe l'immobile, realizzerebbe il progetto e poi procederebbe alla vendita frazionata delle unità immobiliari ricavate. Per rendere confrontabili la soluzione *office* e la conversione parziale a residenza ho supposto che la vendita della proprietà avvenga a gennaio 2012. Per quanto riguarda i costi dell'iniziativa per il *next buyer* ho ritenuto che non abbia nessun costo di *property, facility e project management* data la portata comunque limitata dell'iniziativa. Il *next buyer* finanzia sia l'acquisto che i costi di sviluppo con una leva approssimativamente pari al 70% e con oneri sull'indebitamento analoghi a quelli di Tecla.

Tabella 32: Assumptions residential via Mezenile

GENERAL		MANAGEMENT COSTS	
Bid Date	Jan-12	Insurance	
Closing Costs	1,5%	CAR (€/000) *	0,23% 15,5
ISTAT	1,0%	Post Sale (€/000) **	0,20% 22,5
		Global (€/000/year) **	0,13% 13,2
CAPEX		Other Costs	
Works		Property Management (€/000/year)	-
Start Date	Oct-12	Facility Management (€/000/year)	-
Finish Date	May-14	Service Charge (€/000/year)	-
Duration (months)	19	ICI (€/000/year)	37,9
Total Works (€/000)	4.802,9		
Total Works (€/sqm w)	1.146		
Authorizations and Planning		* Calculated on works, planning, work direction and safety costs	
Start Date	Jan-12	** Calculated on Rebuilding Value	
Finish Date	Oct-12	FINANCING	
Duration (months)	9	Acquisition Line	
Total Planning (€/000)	189,0	Leverage	68%
		Spread	275 bps
Work Direction (€/000)	110,2	Release	110%
Safety Costs (€/000)	342,1		
Urbanization Costs (€/000)	369,6	Capex Line *	
Project Management (€/000) * 0%	-	Leverage	69%
		Capex Line (€/000)	4.100
		Spread	275 bps
		* Acquisition line funds acquisition and closing costs	
		** Capex line funds works, planning, work direction, urbanization e	

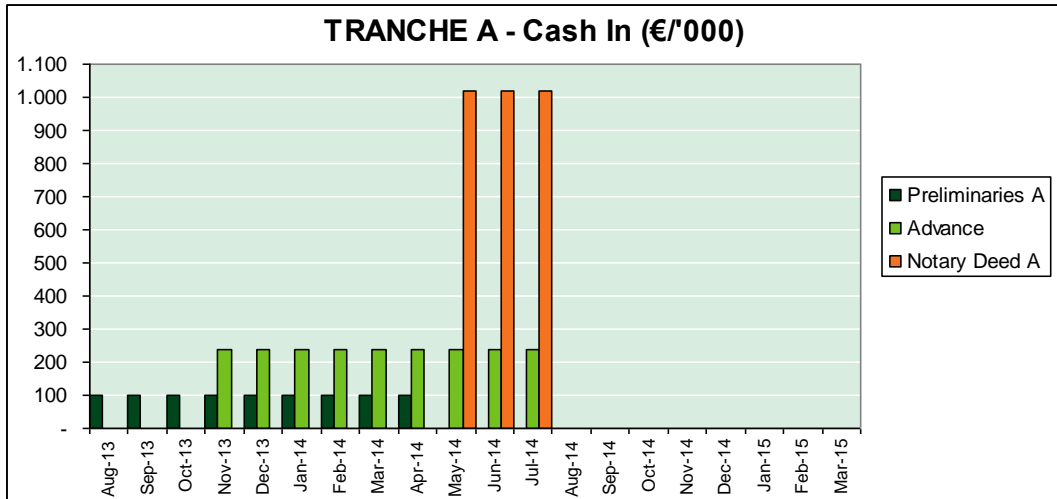
Per quanto riguarda le vendite anche in questo caso ho supposto un sistema a due *tranches* con commissioni sulle vendite pari al 2,5% e spese legali pari allo 0,25% del valore rogitato.

Tabella 33: Piano vendite via Mezenile

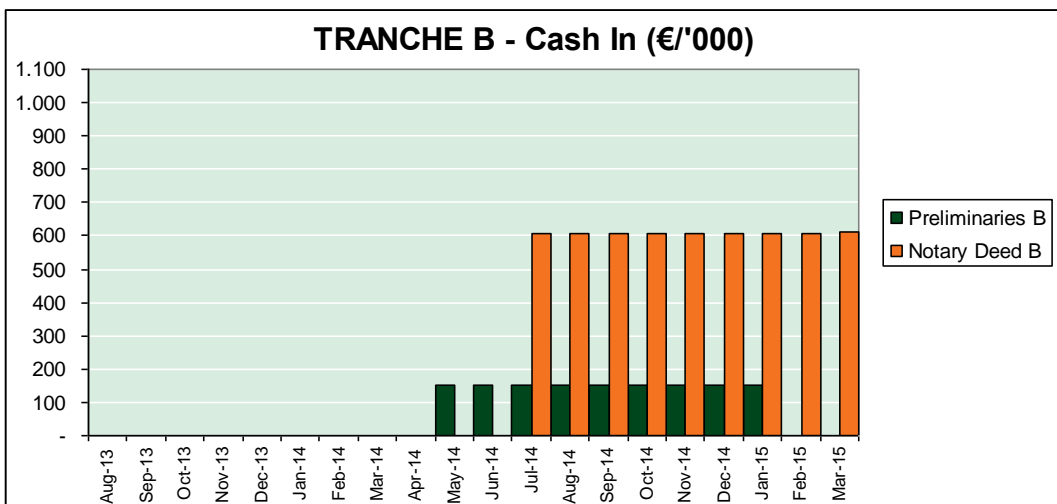
TRANCHE A		TRANCHE B	
Discounted	10%	Preliminaries	
Preliminaries		Amount (% of the total)	20%
Amount (% of the total)	15%	Start Date	May-14
Start Date	Aug-13	Finish date	Feb-15
Finish Date	May-14	Duration (months)	9
Duration (months)	9	Notary Deed **	
Advance *		Amount (% of the total)	80%
Amount (% of the total)	35%	Start Date	Jul-14
Notary Deed		Finish date	Apr-15
Amount (% of the total)	50%	Duration (months)	9
Start Date	May-14	* Paid three months after preliminaries	
Finish Date	Aug-14	** Two months after the preliminaries	
Duration (months)	3	DISPO COSTS	
		Agency Fee on Sale	2,5%
		Legal Costs	0,25%
		Marketing Expenses (€/000/year)	40,0

Tranche A (50% delle superfici): ho ipotizzato che le unità immobiliari della Tranche A vengano vendute ad un prezzo scontato del 10% rispetto a quello di mercato e le firme dei preliminari inizierebbero prima della fine dei lavori. Gli acquirenti pagherebbero il 15% del prezzo d'acquisto totale ai preliminari, il 35%

come secondo acconto tre mesi dopo i preliminari e il saldo alla data di rogito. I preliminari comincerebbero nove mesi prima del termine dei lavori, mentre tutti i rogiti si avrebbero nei tre mesi successivi al termine dei lavori.



Tranche B (50% delle superfici): la tranche B viene invece venduta a prezzi di mercato e prevede il pagamento del 20% del valore di vendita ai preliminari e il rimanente 80% al rogito notarile. Ho supposto siano necessari nove mesi per i preliminari e che i rogiti abbiano luogo due mesi dopo.



Sensitivity

Di seguito l'analisi di *sensitivity* nell'ipotesi che lo scenario venga sviluppato da un *next buyer*. Viene rappresentato il ritorno atteso per il fondo al netto dei costi di agenzia variando il prezzo medio di vendita della superficie residenziale e l'IRR obiettivo dell'investitore che viene fissato nel *caso base* al 20% in accordo con quanto riscontrato nel settore dei *developers*.

Tabella 34: *Sensitivity residential* via Mezzenile

		AVERAGE PRICE RESIDENTIAL (€/sqm)					
IRR Levered	Worst Case 3.250 €/sqm		Base Case 3.500 €/sqm		Best Case 3.750 €/sqm		
	Total Revenues (€/000)	IRR Unlevered	Total Revenues (€/000)	IRR Unlevered	Total Revenues (€/000)	IRR Unlevered	
	12.150		12.650		13.150		
25%	10,7%	3.950	10,8%	4.350	10,8%	4.700	
20%	9,2%	4.200	9,3%	4.550	9,3%	4.950	
15%	7,8%	4.400	7,8%	4.800	7,8%	5.200	

	Total Revenues (€/000)
	IRR Unlevered
	Net Cash Flow (€/000)

ASSET INFORMATION	
OMV @ 30.06.2011 (€/000)	6.977
Book Value @ 30.06.2011(€/000)	7.048
Capex Expected (€/000)	5.814

Nel *Caso Base* di riferimento il ritorno atteso per il Fondo sconta del 35% il valore di *OMV* e del 35% il *book value* dell'immobile al 30 giugno 2011. Anche in questo scenario i *net cash flows* non sono apprezzabili in nessun caso se confrontati ai valori di bilancio.

Tabella 35: Cash flows residential via Mezzenile

ASSUMPTIONS		QUARTERS												TOTAL	
		Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	TOTAL
Bid Date	Jan-12														
Bid Value (€'000)	4,604														
Acquisition Line (€'000)	3,200														
Average Price for Residential (€/sqm)	3,500														
IRR Levered	20%														
Revenues															
Preliminaries															
Advance															
Notary Deed															
Total Revenues															
Marketing Costs															
Agency Fee on Sale															
Marketing Sale Costs															
Legal Costs															
Total Marketing Costs															
Capex															
Works															
Planning															
Work Direction															
Urbanization Costs															
Project Management Costs															
Total Capex															
Management Costs															
ICI															
Insurance (CAR)															
Insurance (after sale)															
Insurance (global)															
Other Ordinary Costs															
Total Management Costs															
Acquisition															
Bid															
Closing Costs															
Total Acquisition															
Unlevered Cash Flows															
IRR (unlevered)															
Financing															
Acquisition Line															
Capex Line															
Interests (on acquisition)															
Interests (on capex)															
Acquisition Line Reimbursement															
Capex Line Reimbursement															
Total Financing															
Levered Cash Flows															
IRR (levered)															

SWOT Analysis

Tabella 36: SWOT Analysis residential via Mezzenile

Strengths	Weaknesses
- Ritorno atteso: superiore allo scenario di riqualificazione ad uffici	- Tempistiche: i tempi di realizzazione non sono in linea con le scadenze del Fondo in quanto l'implementazione della soluzione richiede almeno 3 anni
- Mercato residential: la riconversione parziale ad uso abitativo risulta la soluzione più appropriata in considerazione della prevalenza di insediamenti residenziali nella zona	- Mercato office: la collocazione sul mercato delle unità ad uso ufficio appare più leggermente più ardua rispetto al posizionamento degli appartamenti
- Prodotto finale: possibilità di collocare sul mercato delle unità immobiliari ad elevata potenzialità	
Opportunities	Threats
- Prossimità Palazzo di Giustizia: è possibile sfruttare la domanda per studi di professionisti derivata alla vicinanza dello stabile al tribunale	- Invenduto: eventuale difficoltà nella commercializzazione di nuove unità immobiliari a causa delle non facili condizioni economiche congiunturali

Lo scenario che sarebbe sviluppato da un *new investor* risulta economicamente poco appetibile in termini assoluti ma più remunerativo se confrontato allo scenario *office*. La riconversione parziale ad uso abitativo appare più conveniente anche da un punto di vista di mercato. La difficoltà di ricollocare unità ad uso uffici e la prevalenza di insediamenti residenziali nell'area circostante suggeriscono di sfruttare appieno le possibilità di cambio d'uso e nel contempo di approfittare della vicinanza del palazzo di giustizia per la vendita degli uffici ricavati.

3.4.4 Strategia di dismissione

Lo scenario uffici non appare un'alternativa praticabile per la duplice ragione che comporta sia un ritorno atteso inferiore che un rischio superiore rispetto allo scenario di riconversione parziale a residenza. Data l'impossibilità per il fondo di sviluppare la soluzione residenziale entro i termini imposti dal regolamento e dal finanziamento si rende necessario alienare l'immobile allo stato di fatto.

In conclusione l'*asset* verrebbe proposto assieme al progetto *residential* e venduto *as-is*. La dismissione dovrebbe comportare un ritorno per Tecla superiore ai 4,5 milioni di euro ma genererebbe comunque una minusvalenza rispetto ai valori di libro.

3.5 Caso di studio: Roma, via Chianesi

Il caso approfondisce le potenzialità dell'immobile ad uso uffici di proprietà del fondo Tecla sito in via Elio Chianesi 110 a Roma. La proprietà si trova nel quartiere

Mostacciano, zona residenziale periferica a sud dell'EUR poco al di fuori dal grande raccordo anulare. La *location* è attualmente poco servita dal trasporto locale ma è in previsione la realizzazione di alcune linee pubbliche nelle vicinanze. In ogni caso l'area è facilmente raggiungibile grazie ai numerosi collegamenti con le maggiori arterie stradali della Capitale, compreso il raccordo anulare.

3.5.1 Stato di fatto e alternative di sviluppo

L'edificio è un fabbricato cielo-terra di quattro piani e ad oggi, fatta eccezione per tre posti auto coperti per i quali il fondo percepisce un'indennità di occupazione, l'edificio è totalmente sfitto. La superficie totale è pari a circa 3.800 metri quadri commerciali interamente a destinazione d'uso terziario, *retail* al piano terra e *office* ai piani superiori.

Lo stabile si trova in stato manutentivo modesto e necessita di importanti interventi di manutenzione straordinaria per essere riposizionato ai migliori livelli di mercato. Alla luce delle caratteristiche dell'immobile e della sua *location* sono state individuate due scenari alternative di sviluppo:

- **Scenario uffici:** riqualificazione dell'intero edificio mantenendo l'attuale destinazione ad uso uffici, locazione e vendita dell'immobile a reddito;
- **Scenario residenza:** riconversione a destinazione d'uso residenziale, con eventuale aumento della SLP sfruttando il Piano Casa, e successiva vendita frazionata delle unità immobiliari.

Il fund manager una volta individuati gli scenari alternativi di riqualificazione ha commissionato due studi di fattibilità, uno per scenario, ad uno studio di architettura della Capitale. Per quanto riguarda l'alternativa residenziale è stato richiesto all'*outsourcer* di approfondire la tematica del Piano Casa e del *Social Housing*.

3.5.2 Scenario Office

Studio di Fattibilità

Lo studio di fattibilità dell'alternativa office presuppone la riqualificazione dello stabile senza variazioni di destinazione d'uso che rimarrebbe terziario. Gli interventi previsti dal progetto sono la ristrutturazione completa degli interni e degli esterni dell'edificio e la sostituzione di buona parte degli impianti compresi gli ascensori.



Figura 24: *Rendering office* via Chianesi

Tutti i piani dal primo al quarto sarebbero destinati ad uffici mentre il piano terra verrebbe convertito alla destinazione d'uso *retail* con la predisposizione di spazi adeguati ad ospitare un supermercato di piccole dimensioni. L'interrato conserverebbe la funzione corrente di autorimessa e stoccaggio.

Tabella 37: Superfici *office* via Chianesi

SURFACES							
Floor	Office	Retail	Storage	Covered Parks	Uncovered Parks	Gross Surface	Weighted Surface
	Sqm	Sqm	Sqm	#	#	Sqm	Sqm
Weight	100%	100%	33%	700%	600%		
P4	620					620	620
P3	620					620	620
P2	620					620	620
P1	620					620	620
PT		393			18	393	501
I1			385	71		385	624
TOTAL	2.480	393	385	71	18	3.259	3.606

Dalla stima dei costi effettuata la riqualificazione comporterebbe investimenti in opere per all'incirca 2,7 milioni di euro e gli altri costi legati alla progettazione, alla direzione lavori, al *project management* e alla sicurezza sono stimabili in 0,4 milioni. Dalla richiesta delle autorizzazioni al termine dei lavori la tempistica necessaria è di almeno quindici mesi, dei quali tre per le autorizzazioni e dodici per le opere.

Vincoli

Ipotizzando che siano necessari almeno sei mesi per la vendita e tenendo conto dei vincoli temporali imposti da Tecla lo scenario uffici risulterebbe attuabile dal fondo solo se intrapreso entro e non oltre aprile 2013.

Analisi di mercato e Market Rent

Dai dati sulla zona messi a disposizione dalle fonti istituzionali risulta un'ERV Office che mediamente si attesta attorno a 200 €/sqm.

Tabella 38: Fonti istituzionali *office* via Chianesi

OSSERVATORIO IMMOBILIARE			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Office	160	226	193
Retail	n.a	n.a	n.a.
SCENARI IMMOBILIARI			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Office	130	280	205
Retail	160	300	230

A seguito di una riunione con l'operatore di Agency che segue l'area EUR sono emersi valori ben diversi da quelli che ho trovato nei database dell'Osservatorio e di

Scenari Immobiliari. Sulla base di sue esperienze recenti nostro referente ci ha comunicato che anche per stabili in ottime condizioni nella zona il massimo ERV che si può ottenere per un ufficio si attesta attorno ai 120 €/sqm. Per quanto riguarda invece il piccolo supermercato abbiamo deciso di fissare il canone di mercato a 250 €/sqm annui. Il *market rent* della proprietà si aggira quindi attorno ai 500.000 euro annui.

Tabella 39: *Market rent* via Chianesi

MARKET RENT											
Floor	ERV (office)	Office SLP W	ERV (retail)	Retail SLP W	ERV (storage)	Storage SLP W	ERV (covered)	Uncovered Parks	ERV (uncovered)	Covered Parks	Total Market Rent
	€/sqm	Sqm	€/sqm	Sqm	€/sqm	Sqm		#	€/sqm	#	€/000
P4	120	620									74
P3	120	620									74
P2	120	620									74
P1	120	620									74
PT			250	393					720	18	111
I1					83	385	840	71			91
TOTAL		2.480		393		385		71		18	500

Per quanto riguarda la scelta del *cap rate* l'immobile di trova in una zona piuttosto penalizzata per la posizione e l'assenza di trasporti pubblici. Per questa ragione e per le dimensioni dell'edificio non ho ritenuto molto probabile l'individuazione di *tenants* di primo livello. Ciononostante la proprietà si trova nella Capitale che solitamente gode di *cap rate* più bassi rispetto alla restante parte del territorio nazionale. In ultima analisi io ed il fund manager abbiamo fissato 6,75% il tasso di uscita dell'immobile interamente affittato.

Assumptions

Contestualmente all'esecuzione dei lavori SGR si attiverebbe nella ricerca dei *tenants* che occuperebbero l'edificio a lavori ultimati. Una volta terminate le opere di ristrutturazione ed individuati i conduttori la proprietà verrebbe riposizionata a reddito sul mercato. Ho previsto di cominciare l'iter autorizzativo al più presto e quindi all'inizio del 2012. I lavori terminerebbero ad aprile 2013 e contestualmente si avrebbe l'ingresso degli inquilini che occuperebbero il 95% dello superfici determinando un tasso di *vacancy* fissato prudenzialmente al 5%. Ho stimato che per chiudere la vendita dell'immobile a reddito sarebbero necessari sei mesi. Di seguito le altre *assumptions* utilizzate.

Tabella 40: Assumptions office via Chianesi

GENERAL		
ISTAT		1,0%
CAPEX		
Works		
Start Date		Apr-12
Finish Date		Apr-13
Duration (months)		12
Total Works (€/000)		2.713,2
Total Works (€/sqm w)		752
Work Planning		
Start Date		Jan-12
Finish Date		Apr-12
Duration (months)		3
Total Planning (€/000)		149,4
Work Direction (€/000)		80,7
Safety Costs (€/000)		125,0
Urbanization Costs (€/000)		-
Project Management (€/000) *	5%	153,4
* Calculated on works, planning, work direction and safety costs		
FINANCING		
Capex Line		
Leverage		71%
Capex Line (€/000) *		2.200
Spread		275 bps
* Capex line funds works, planning, work direction and safety costs		
MANAGEMENT COSTS		
Insurance		
CAR (€/000) *	0,23%	8,0
Post Sale (€/000) **	0,20%	17,3
Global (€/000/year) **	0,13%	9,9
Other Costs		
Property Management ***		2,7%
Facility Management (€/000/year) ***		5,0
Service Charge (€/000/year)		16,3
ICI (€/year)		34,0
* Calculated on work planning, direction and cost of works		
** Calculated on Rebuilding Value		
*** Calculated on collected Rents		
RENTS		
Letting		
Lease Start Date		Apr-13
Free Rent (months)		-
Structural Vacancy		5%
Marketing Costs		
Agency Fee on Letting		20,0%
Marketing Expenses (€/000/year)		25,0
DISPOSAL		
Dispo Date		Sep-13
Dispo Costs		
Agency Fee on Sale		1,15%
Legal Costs		0,25%

Cash Flows

Di seguito i cash flows del *Caso Base*.

Tabella 41: Cash flows office via Chianesi

ASSUMPTIONS									
Dispo Date	Sep-13								
Market Rent (€/000)	507								
Exit Cap Rate	6,75%								
Disposal Value (€/000)	7.513								
	QUARTERS	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	TOTAL
Revenues									
Rents		-	-	-	-	-	120	120	241
Total Revenues		-	-	-	-	-	120	120	241
Marketing Costs									
Agency Fee on Letting		-	-	-	-	-	(96)	-	(96)
Marketing Sale and Letting Costs		(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(44)
Total Marketing Costs		(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(103)	(6)	(140)
Management Costs									
Property Management		-	-	-	-	-	(3)	(3)	(7)
Facility Management		(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(10)
Service Charge		(1)	(4)	-	-	-	-	(5)	(10)
ICI		-	(17)	-	(17)	-	(17)	-	(51)
Insurance (CAR)		-	(0)	(2)	(3)	(2)	(1)	-	(8)
Insurance (after sale)		-	-	-	-	-	-	(17)	(17)
Insurance (global)		(2)	-	-	-	-	(2)	(2)	(7)
Other Ordinary Costs		(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(21)
Total Management Costs		(7)	(26)	(6)	(24)	(7)	(28)	(34)	(132)
Capex									
Works		-	(54)	(695)	(929)	(836)	(220)	-	(2.735)
Planning		(85)	(65)	-	-	-	-	-	(150)
Work Direction and Safety costs		-	(17)	(52)	(52)	(52)	(35)	-	(208)
Urbanization Costs		-	-	-	-	-	-	-	-
Project Management Costs		(3)	(5)	(26)	(48)	(48)	(26)	-	(155)
Total Capex		(87)	(141)	(773)	(1.029)	(936)	(280)	-	(3.247)
Disposition									
Disposal		-	-	-	-	-	-	7.513	7.513
Agency Fee on Sale		-	-	-	-	-	-	(86)	(86)
Legal Costs		-	-	-	-	-	-	(19)	(19)
Total Acquisition		-	-	-	-	-	-	7.408	7.408
Unlevered Cash Flows									
Total Unlevered		(101)	(173)	(786)	(1.059)	(949)	(290)	7.488	4.130
Financing									
Capex Line		52	97	515	953	582	-	-	2.200
Interests (on capex)		(1)	(2)	(7)	(18)	(25)	(25)	(17)	(95)
Capex Line Reimbursement		-	-	-	-	-	-	(2.200)	(2.200)
Total Financing		52	96	508	935	557	(25)	(2.217)	(95)
Levered Cash Flows									
Total Levered		(49)	(78)	(278)	(124)	(392)	(316)	5.271	4.035

Sensitivity

La *sensitivity* ha restituito risultati non certo rassicuranti.

Tabella 42: Sensitivity office via Chianesi

Exit Cap Rate	ERV OFFICE (€/sqm)					
	Worst Case 110 €/sqm		Base Case 120 €/sqm		Best Case 130 €/sqm	
	469		500		531	
7,00%	6.800	3.300	7.250	3.750	7.700	4.200
6,75%	7.050	3.550	7.500	4.050	8.000	4.500
6,50%	7.300	3.850	7.800	4.300	8.300	4.800

	Potential Total Rent (€/000)
	Dispo Value (€/000)
	Net Cash Flow (€/000)

ASSET INFORMATION	
OMV @ 30.06.2011 (€/000)	7.567
Book Value @ 30.06.2011(€/000)	6.638
Capex Expected (€/000)	3.222

Il *NCF* nel *Caso Base* genera uno sconto su *OMV* del 46% e su *book value* del 39%, rispetto ai valori del 30 giugno 2011. In nessuna circostanza, anche la più ottimistica, l'operazione di sviluppo pare consentire un ritorno soddisfacente.

SWOT Analysis

Lo scenario presenta le seguenti caratteristiche:

Tabella 43: SWOT office via Chianesi

Strenghts	Weaknesses
- Tempistica: i tempi di realizzazione risulterebbero in linea con le scadenze del Fondo se il progetto venisse intrapreso entro la deadline (aprile 2013)	- Mercato: le attuali difficoltà economiche congiunturali e la bassa appetibilità dell'area per operatori del terziario rendono ardua l'individuazione di potenziali tenants. Anche recentemente è stata intrapresa un'attività di Agency per la locazione ad uso uffici dell'immobile che ha dato esito negativo.
- Prodotto finale: possibilità di collocare sul mercato uno stabile ristrutturato ad elevata appetibilità	- Ritorno atteso: la remunerazione stimata dello scenario risulta meno appetibile rispetto allo scenario di riconversione a residenza.
Opportunities	Threats
	- Sfitto: si prospetta il rischio di investire su di un'immobile che risulterà parzialmente o totalmente sfitto al termine dei lavori

La possibilità di collocare sul mercato un immobile ad elevato *standing* attenua solo limitatamente il rischio di mercato legato ad una *location* di scarso interesse per potenziali *tenants* attivi nel settore dei servizi. La promozione commerciale condotta

negli ultimi anni ha evidenziato la scarsa appetibilità dell'immobile come sede di attività terziarie soprattutto a causa della carenza di collegamenti pubblici e del carattere residenziale dell'intero quartiere circostante.

La bassa probabilità di locare lo stabile unitamente al limitato ritorno atteso dell'investimento suggeriscono di concentrarsi maggiormente sullo scenario di riconversione a residenza.

3.5.3 Scenario *Residential e Social Housing*

Studio di Fattibilità

Lo Scenario Residenza prevede la riconversione ad uso abitativo di tutti i piani dal primo al quarto e la realizzazione di uno spazio commerciale al piano terra.

La fattibilità dello Scenario è subordinata all'esito del Bando "Piano Casa Roma-Capitale" indetto dal Comune ed al quale il Fondo ha aderito nel luglio del 2011. L'invito pubblico è destinato a fabbricati non residenziali e prevede la possibilità di cambiare l'attuale destinazione d'uso *da terziario a residenziale*, altrimenti non consentito. In caso di esito positivo dell'iniziativa sarebbe possibile aumentare del 20% la cubatura dell'edificio con il vincolo di destinare il 30% della SUL (Superficie Utile Lorda) di progetto ad iniziative di *housing sociale*.

Gli interventi in opere prevedono la ristrutturazioni degli interni e delle facciate e la sostituzione dell'attuale impianto di condizionamento con una centrale termica adatta a servire tutto il condominio. Le nuove strutture ed i nuovi impianti unitamente all'installazione di pannelli solari in copertura garantirebbero un notevole risparmio energetico.



Figura 25: *Rendering residential and social housing via Chianesi*

L'adesione all'invito pubblico permetterebbe un guadagno di SUL pari a 250 sqm e la superficie finale di 2552 sqm sarebbe parzialmente destinata al *social housing*, 830 sqm. Per sfruttare appieno la superficie ottenibile sarebbe necessario l'innalzamento dello stabile con la realizzazione del quinto piano. Il piano terra sarebbe destinato ad ospitare un piccolo supermercato mentre l'interrato manterrebbe la funzione preesistente di autorimessa.

Tabella 44: Superfici *residential and social housing* via Chianesi

SURFACES													
Floor	Residential	Terrace	App.	Social Housing	Terrace SH	App. SH	Retail	Storage	Cellar	Covered Parks	Uncovered Parks	Gross Surface	Weighted Surface
	Sqm	Sqm	#	Sqm	Sqm	#	Sqm	Sqm	Sqm	#	#	Sqm	Sqm
Weights	100%	25%		100%	25%		100%	33%	0%	700%	600%		
P5	272	131	2	121	45	2						573	437
P4	329	83	3	149	34	3						601	507
P3	329	83	3	149	34	3						601	507
P2	345	83	4	153	34	2						621	527
P1	345	83	4	153	34	2						621	527
PT							410				18	410	518
I1								245	221	71		466	578
TOTAL	1.620	461	16	726	182	12	410	245	221	71	18	3.892	3.602

Il progetto di riconversione comporterebbe investimenti in opere di ristrutturazione per all'incirca 2,8 milioni di euro e altri costi approssimativamente pari a 1,1 milione di euro. La tempistica necessaria all'ottenimento dei permessi nello specifico contesto della Capitale non è mai inferiore ai nove mesi mentre sarebbero necessari circa diciotto mesi per l'esecuzione dei lavori.

Analisi di mercato e listino di frazionamento

Per quanto riguarda la porzione dello stabile in edilizia residenziale libera le fonti istituzionali riportano valori medi di commercializzazione leggermente inferiori ai 4.000 €/sqm. Nonostante l'elevata appetibilità degli appartamenti a lavori ultimati nel *Caso Base* abbiamo deciso di fissarne prudenzialmente il prezzo medio di vendita a 4.000 €/sqm.

Tabella 45: Fonti istituzionali *residential and social housing* via Chianesi

OSSERVATORIO IMMOBILIARE			
	Min	Max	Average
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Residential	3100	4300	3.700
Retail	n.a.	n.a.	n.a.
SCENARI IMMOBILIARI			
	Min	Max	MFV
	€/sqm	€/sqm	€/sqm
Residential	2500	4400	3.900
Retail	2100	4100	3.400

Per gli alloggi realizzati in *social housing* il bando prevede importanti riduzioni degli oneri urbanistici, circa 620,000 euro, ma impone canoni di locazione agevolati pari al massimo 72 €/sqm/anno e vincolati per 25 anni. Inoltre è anche prescritto un tetto sul prezzo di vendita al termine del periodo di locazione pari a 2.300 €/sqm che viene rivalutato annualmente all'ISTAT. I vincoli impattano negativamente sui ricavi

ottenibili dalle unità immobiliari di progetto che potrebbero essere commercializzate ad un prezzo massimo stimato nell'ordine dei 1.100 €/sqm. Il calcolo è stato effettuato stimando i *cash flows* che genererebbe la superficie ed attualizzando i flussi ad un tasso che tenga conto del rischio dell'investimento.

Per gli spazi *retail* in questo caso non abbiamo ricevuto nessun riscontro da *agency* che nella zona di Chianesi non si occupa di immobili di tipo commerciale. Di concerto con il *fund manager* ho quindi valorizzato le superfici poco al di sopra del valore più frequente a 3.500 €/sqm.

Tabella 46: Listino *residential and social housing* via Chianesi

ECONOMIC SURFACE VALUE											
Floor	Residen. SLP W	Residen. Value	SH SLP W	SH Value	Retail SLP W	Retail Value	Covered Parks	Covered Parks	Uncovered Parks	Uncovered Parks	Final Value
	Sqm	€/Sqm	Sqm	€/Sqm	Sqm	€/Sqm	#	€/Cad.	#	€/Cad.	€/000
P5	305	4.624	132	1.100							1.554
P4	349	4.324	158	1.100							1.685
P3	349	4.024	158	1.100							1.580
P2	366	3.724	162	1.100							1.540
P1	366	3.424	162	1.100							1.430
PT					410	3.500			18	20.000	1.794
I1					81	3.500	71	25.000			2.058
TOTAL	1.735		771		490		71		18		11.640
Residential Average Price (€/sqm)				4.000							

Vincoli

Compresi i tempi di vendita l'intera operazione richiederebbe almeno tre anni e risulterebbe difficilmente implementabile da Tecla date le tempistiche ristrette del fondo che è in scadenza al 31 dicembre 2014. Di conseguenza occorrerebbe procedere alla vendita dell'immobile *as-is* ad uno sviluppatore terzo che verosimilmente procederebbe alla riconversione ad uso residenziale dello stabile.

La fattibilità dello scenario è subordinata all'esito del bando che si prevede venga comunicato nei primi mesi del 2012 o al più tardi nel secondo trimestre dello stesso anno.

Assumptions

Ho ipotizzato che l'immobile venga venduto *as-is* ad uno sviluppatore nel gennaio del prossimo anno in modo da rendere lo scenario confrontabile con il caso di riqualificazione ad uffici. Il *next buyer* inizia l'iter autorizzativo ed i lavori al più presto e finanzia tutto al 70% con oneri passivi calcolati come quelli del fondo.

Tabella 47: Assumptions residential and social housing via Chianesi

GENERAL		MANAGEMENT COSTS	
Bid Date	Jan-12	Insurance	
Closing Costs	1,5%	CAR (€/000) *	0,23% 10,9
ISTAT	1,0%	Post Sale (€/000) **	0,20% 15,0
		Global (€/000/year) **	0,13% 8,8
CAPEX		Other Costs	
Works		Property Management (€/000/year)	-
Start Date	Oct-12	Facility Management (€/000/year)	-
Finish Date	Apr-14	Service Charge (€/000/year)	-
Duration (months)	18	ICI (€/000/year)	34,0
Total Works (€/000)	2.881,5	* Calculated on works, planning, work direction and safety costs	
Total Works (€/sqm w)	800	** Calculated on Rebuilding Value	
		FINANCING	
Authorizations and Planning		Acquisition Line	
Start Date	Jan-12	Leverage	69%
Finish Date	Oct-12	Spread	275 bps
Duration (months)	9	Release	110%
Total Planning (€/000)	158,6	Capex Line *	
Work Direction (€/000)	85,3	Leverage	69%
Safety Costs (€/000)	150,0	Capex Line (€/000)	2.800
Urbanization Costs (€/000)	737,2	Spread	275 bps
Project Management (€/000) † 0%	-	* Acquisition line funds acquisition and closing costs	
* Calculated on works, planning, work direction and safety costs		** Capex line funds works, planning, work direction, urbanization	

Anche in questo caso ho supposto che il *next buyer* realizzi le vendite in 2 Tranches, una che vede i preliminari di compravendita prima della fine lavori ed una al termine dei lavori. Le vendite richiedono complessivamente 20 mesi.

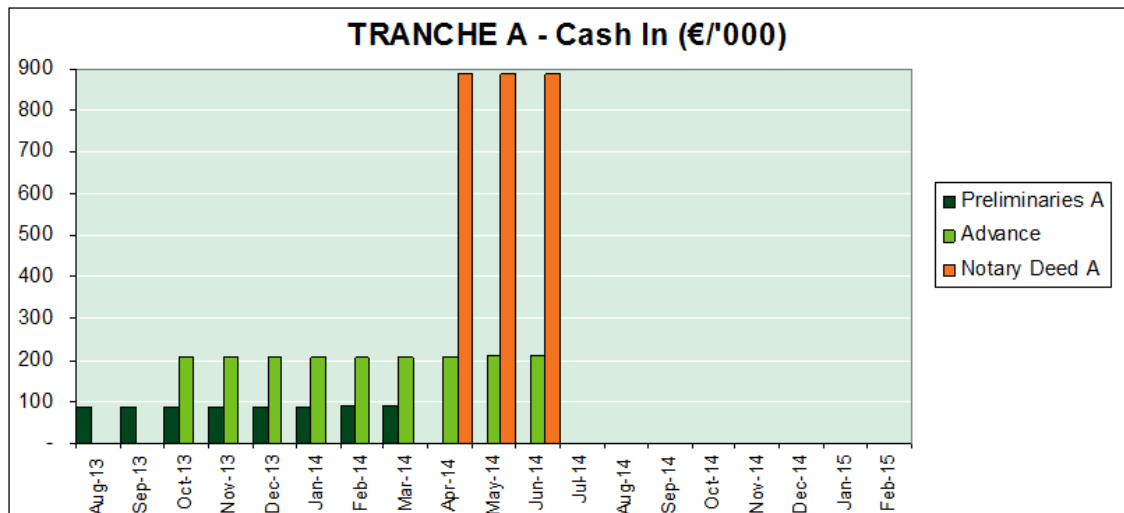
Tabella 48: Piano vendite via Chianesi

TRANCHE A		TRANCHE B	
Discounted	10%	Preliminaries	
Preliminaries		Amount (% of the total)	20%
Amount (% of the total)	15%	Start Date	Apr-14
Start Date	Jul-13	Finish date	Jan-15
Finish Date	Apr-14	Duration (months)	9
Duration (months)	9	Notary Deed **	
Advance *		Amount (% of the total)	80%
Amount (% of the total)	35%	Start Date	Jun-14
Notary Deed		Finish date	Mar-15
Amount (% of the total)	50%	Duration (months)	9
Start Date	Apr-14	* Paid three months after preliminaries	
Finish Date	Jul-14	** Two months after the preliminaries	
Duration (months)	3	DISPO COSTS	
		Agency Fee on Sale	2,5%
		Legal Costs	0,25%
		Marketing Expenses (€/000/year)	40,0

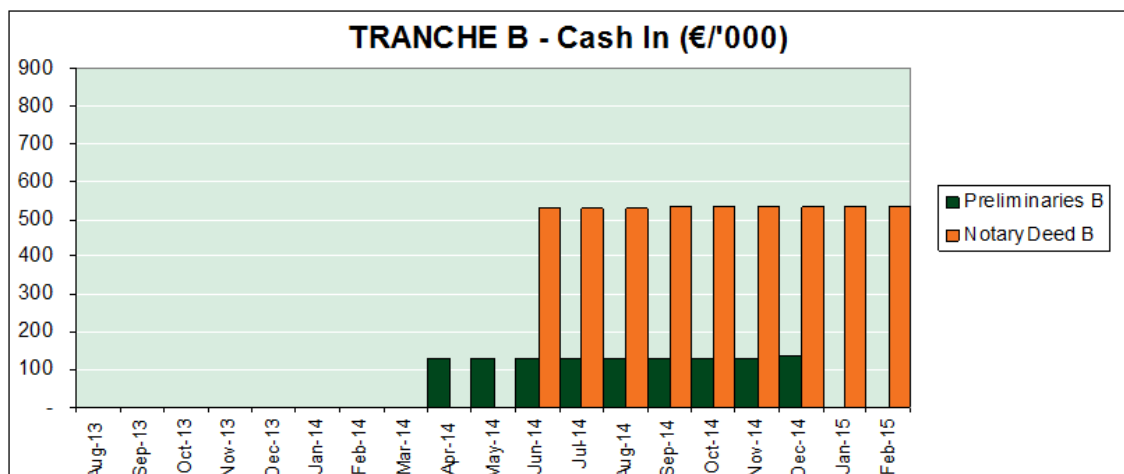
TRANCHE A (50% delle superfici): ho ipotizzato che le unità immobiliari della Tranche A vengano vendute ad un prezzo scontato del 10% rispetto a quello di mercato, Gli acquirenti pagherebbero il 15% del prezzo d'acquisto totale ai

preliminari, il 35% come secondo acconto tre mesi dopo i preliminari e il saldo alla data di rogito.

I preliminari comincerebbero nove mesi prima del termine dei lavori, mentre tutti i rogiti si avrebbero nei tre mesi successivi al termine dei lavori.



TRANCHE B (50% delle superfici): la Tranche B viene invece venduta a prezzi di mercato e prevede il pagamento del 20% del valore di vendita ai preliminari e il rimanente 80% al rogito notarile. Si ipotizza siano necessari nove mesi per i preliminari e che i rogiti abbiano luogo due mesi dopo.



Sensitivity

I risultati della sensitivity anche in questo caso non sono molto positivi.

Tabella 50: Sensitivity residential and social housing via Chianesi

IRR Levered	AVERAGE PRICE RESIDENTIAL (€/sqm)					
	Worst Case 3.750 €/sqm		Base Case 4.000 €/sqm		Best Case 4.250 €/sqm	
	10.650		11.050		11.450	
25%	11,0%	4.400	11,1%	4.700	11,0%	5.000
20%	9,3%	4.600	9,4%	4.950	9,5%	5.250
15%	7,9%	4.800	7,8%	5.150	7,9%	5.500

	Total Revenues (€/000)
	IRR Unlevered
	Net Cash Flow (€/000)

ASSET INFORMATION	
OMV @ 30.06.2011 (€/000)	7.567
Book Value @ 30.06.2011(€/000)	6.638
Capex Expected (€/000)	4.013

Nel Caso Base di riferimento il ritorno atteso per il Fondo scosta del 35% il valore di *OMV* e del 25% il *book value* dell'immobile al 30 giugno 2011. Anche nelle prospettive più positive lo scenario non produce plusvalenze.

SWOT Analysis

Lo riconversione a residenza presenta le seguenti caratteristiche:

Tabella 51: SWOT analysis residential and social housing via Chianesi

Strenghts	Weaknesses
- Ritorno atteso: superiore allo scenario di riqualificazione ad uffici	- Tempistiche: i tempi di realizzazione non sono in linea con le scadenze del Fondo in quanto l'implementazione della soluzione richiede almeno 3 anni
- Mercato: la riconversione ad uso abitativo risulta la soluzione più appropriata in considerazione della prevalenza di insediamenti residenziali nella zona. Inoltre le unità immobiliari in Social Housing appaiono di facile collocazione sul mercato	
- Prodotto finale: possibilità di collocare sul mercato delle unità immobiliari ad elevata potenzialità	
Opportunities	Threats
- Piano Casa - Regione Lazio: è stato recentemente approvato (settembre 2011) il Piano Casa regionale che consente condizioni analoghe a quelle del Bando comunale	- Esito negativo del Bando: una respinta della proposta di intervento (ipotesi considerata remota) comporterebbe la inattuabilità dello scenario
	- Invenduto: eventuale difficoltà nella commercializzazione di nuove unità abitative a causa delle non facili condizioni economiche congiunturali

Lo scenario risulterebbe appetibile sia dal punto di vista economico che di mercato. Le tempistiche del fondo non consentono di sfruttare al massimo le potenzialità della riconversione, ma in ogni caso la vendita *as-is* ad uno sviluppatore comporterebbe una remunerazione maggiore rispetto all'office. La criticità più evidente risulterebbe il rigetto della proposta da parte del Comune, rischio attenuato dalla possibilità di aderire al Piano Casa regionale del Lazio che verrà recepito e attuato dal Comune di Roma all'inizio del 2012.

3.5.4 Strategia di dismissione

Dagli studi di fattibilità effettuati e dalle successive analisi risulta che lo scenario di riconversione ad uso abitativo comporterebbe sia una remunerazione superiore che un rischio inferiore rispetto alla riqualificazione ad uffici. L'unica criticità dello scenario risulterebbe essere il rigetto della proposta d'intervento da parte del Comune di Roma. In ogni caso il Piano Casa Regionale, seppur ancora sprovvisto delle norme attuative comunali, rappresenta un fattore di attenuazione dell'incertezza circa l'attuabilità della riconversione.

Tutto ciò premesso e considerando che allo stato di fatto le potenzialità dello scenario residenza non sono ancora espresse (il valore della proprietà è inferiore senza la certezza di poter attuare la conversione) la strategia ottimale risulta essere:

- (i) Attendere l'esito del Bando che dovrebbe essere comunicato entro il primo semestre 2012;
- (ii) Valutare le opportunità che potrebbero emergere dall'approvazione del Piano Casa Regionale considerando che informazioni precise sulla normativa saranno disponibili solo nel primo semestre del 2012;
- (iii) Vendita dell'immobile *as-is* valorizzando lo stabile sulla base dell'alternativa normativa che consente maggior ritorno atteso per il Fondo. Comunque si sviluppi la trattativa di vendita appare molto improbabile una dismissione che generi una plusvalenza anche minima.

Lo scenario uffici verrebbe intrapreso solo nel caso in cui non sia possibile attuare un cambio dell'attuale destinazione d'uso.

Conclusioni e valutazioni

personali

La crisi finanziaria ed economica globale ancora in atto ha impattato notevolmente sul settore Real Estate e sui diversi attori del sistema. I deboli segnali di ripresa che si sono rilevati sui fondi immobiliari non si riscontrano sull'intero mercato immobiliare che si trova ancora in fase di stagnazione.

La fase calante del ciclo immobiliare ha comportato un forte decremento delle transazioni rendendo ardua l'attività di dismissione per quei fondi che si trovano nello stadio finale del proprio ciclo di vita. In questo contesto difficile e nell'ambito dei fondi *real estate* si manifesta l'impellente necessità di definire piani d'azione per la valorizzazione del patrimonio immobiliare residuo con un particolare attenzione agli *asset* critici.

Abbiamo visto come le strategie di dismissione sono diverse a seconda dell'*asset class* considerata e nel caso di immobili *value added* la strategia finale è in realtà il frutto di un lungo percorso strutturato di raccolta, analisi ed elaborazione di informazioni. Il *fund manager* è responsabile del processo e ne presidia le varie fasi coordinando e verificando il lavoro svolto da analisti ed attori esterni.

Ho partecipato attivamente alla definizione delle strategie di dismissione per il fondo Tecla e mi sono reso conto di come ogni fase del processo sia critica in quanto i risultati di uno stadio sono l'input del successivo. Un errore nell'analisi di mercato o nella scelta della leva finanziaria comporta sovrastime o sottostime del valore finale dell'*asset* compromettendo le considerazioni conclusive.

Nonostante gli sforzi profusi dalla SGR nel definire le migliori strategie di valorizzazione degli *asset* abbiamo visto come nei casi di studio i ritorni attesi siano in realtà molto poco soddisfacenti soprattutto se confrontati con i valori a bilancio. Purtroppo le azioni del *management* hanno portata limitata in quanto le leve a

disposizione sono poche e non permettono di influire sul mercato che pone dei vincoli molto stringenti ai ricavi degli scenari. Ciononostante l'attività di pianificazione è fondamentale in quanto consente di capire quale scenario alternativo debba essere perseguito, le modalità e le tempistiche. Inoltre le analisi effettuate permettono alla SGR di comprendere fino a che punto è possibile spingersi nella fase di vendita vera e propria quando la negoziazione impone di aver stimato costi e margini della parte acquirente.

In conclusione l'esperienza lavorativa è stata al contempo molto impegnativa ed estremamente formativa. Nei mesi trascorsi ho appreso come applicare nozioni teoriche a casi pratici, come sviluppare modelli di analisi quantitativa e in ultima analisi ho dato il mio contributo al lavoro di pianificazione.

Bibliografia

Libri

- Ambrosino, S. (2008). *Manuale di diritto del mercato finanziario*. Giuffrè Editore.
- Borghi, A. (2009). *Finanza immobiliare. Il mercato, la valutazione, gli strumenti e le tecniche di finanziamento*. EGEA.
- Dossena, V. D., Visconti, G. M., & Visconti, R. M. (2010). *La valutazione degli immobili, metodi e principi*. Maggioli Editore.
- Hoesli, M., & Morri, G. (2010). *L'investimento immobiliare. Mercato, valutazioni, rischio e portafoglio*. Hoepli.
- Merola, F. (2004). *I fondi immobiliari. Uno strumento tra finanza e mattone: caratteristiche dell'investimento e tipologie di prodotto*. Il Sole 24 Ore.

Articoli e pubblicazioni

- Festa, C. (2009). *Le SGR immobiliari vanno al consolidamento*. Il Sole 24 Ore.
- Nomisma, (2011). *Osservatorio sul mercato immobiliare III trimestre*.
- Nomisma, (2011). *Osservatorio sul mercato immobiliare II trimestre*.
- Scenari Immobiliari. (2011). *I fondi immobiliari in Italia e all'estero - Aggiornamento a novembre 2011*.

Siti Internet

- www.assoimmobiliare.it (Associazione dell'industria immobiliare)
- www.assogestioni.it (Associazione del Risparmio Gestito)
- www.agenziaterritorio.it (Agenzia del Territorio)
- www.bancaditalia.it (Banca d'Italia)

www.borsaitaliana.it (Borsa Italiana)

www.consob.it (Consob)

www.federimmobiliare.it (Federazione Italiana dell'Industria Immobiliare)

www.fondotecla.com (Fondo Tecla)

www.nomisma.it (Nomisma)

www.ilsole24ore.com (Sole 24 ore)

www.ipd.com (Investment Property Databank)

www.prelios.com (Sito della Prelios SpA)

www.preliosgr.com (Sito della Prelios SGR)

www.propertyfinance.it (Portale dedicato al Real Estate)