



ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
COMUNI ITALIANI

## **Enti pubblici e finanza immobiliare** **Fondi, *Spin-off* e cartolarizzazioni**

di **MARCO RADICE**

*Studio legale Radice & Cereda*  
*Università di Trento*

**[www.bilanci.net](http://www.bilanci.net)**

INDICAZIONI PER LA STESURA  
DEI BILANCI PREVENTIVI 2005



# Enti pubblici e finanza immobiliare

## Fondi, *Spin-off* e cartolarizzazioni

di MARCO RADICE

*Studio legale Radice & Cereda*  
*Università di Trento*

### IL QUADRO

Da qualche tempo il mercato immobiliare italiano registra un fervore di iniziative finanziarie impiegate sulla valorizzazione degli attivi immobiliari. Queste operazioni sono finalizzate a mettere a disposizione dei detentori di proprietà immobiliari flussi aggiuntivi di risorse finanziarie, generati direttamente o indirettamente da immobili.

Molti elementi inducono a pensare che non si tratti di un trend dettato da ragioni congiunturali ma di una modifica strutturale del comportamento dei grandi proprietari immobiliari tra cui, a pieno titolo, devono essere annoverati anche gli enti pubblici.

Le operazioni sono essenzialmente riconducibili a tre tipi:

- i cosiddetti *SPIN-OFF* IMMOBILIARI, operazioni attraverso cui gli immobili vengono estrapolati dal patrimonio del proprietario per essere attribuiti ad una società appositamente costituita; - il fondo immobiliare chiuso, in cui vengono inserite proprietà in una prospettiva di totale o parziale privatizzazione;
- infine la *CARTOLARIZZAZIONE*, tecnica attraverso cui i flussi di cassa futuri, attesi dall'immobile e dal complesso immobiliare, vengono isolati e finalizzati alla creazione e al servizio diretto ed esclusivo di strumenti finanziari di debito, destinati a essere collocati presso investitori istituzionali e/o individuali.

Queste tecniche sono state concepite e sviluppate in mercati finanziari esteri e, solo recentemente, anche in Italia si è cominciata a definire una cornice giuridico-istituzionale che ne permette la realizzazione su scala domestica.

Sarebbe sbagliato pensare che queste operazioni di finanza sofisticata possano interessare solo investitori istituzionali e grandi operatori del mercato finanziario. In realtà esse possono ben attagliarsi anche alla logica gestionale e alle esigenze degli enti pubblici che devono gestire problematiche di tipo immobiliare. Va, anzi, detto che le più importanti operazioni di finanza immobiliare realizzate in Italia, sia dal punto dimensionale sia qualitativo, sono state realizzate su impulso di enti pubblici, i quali si sono dimostrati nei fatti assai sensibili ai vantaggi della finanza applicata alla valorizzazione/dismissione degli attivi immobiliari.

Se l'impresa privata si avventura nella finanza immobiliare essenzialmente per concentrarsi sul cosiddetto *core business*, evitando che gli immobili possano assorbire troppi mezzi patrimoniali, l'ente pubblico può trovare motivazione – secondo i casi - nella volontà di vendere anticipando al massimo l'incasso del prezzo, nella

necessità di impostare complesse operazioni di sviluppo immobiliare ovvero di migliorare la gestione. Sembrano, insomma, passati i tempi in cui gli immobili erano considerati come un investimento di natura esclusivamente patrimoniale, con ridotti costi di conservazione e di gestione, tempi in cui, conseguentemente, poca attenzione si prestava ad aspetti quali la capacità di reddito e la valorizzazione dei cespiti.

Nelle righe che seguono cercheremo di delineare queste operazioni nella prospettiva del loro utilizzo da parte di enti locali. La tematica dei fondi immobiliari ad apporto sarà trattata più estensivamente. Essa, infatti, non soffre dei limiti di dimensione minima che caratterizzano *spin-off* e cartolarizzazioni e - connotandosi come soluzione percorribile anche a prescindere da valori immobiliari di significativo ammontare - può ben attagliarsi ad operazioni in cui l'ente pubblico, i privati investitori e le banche locali interagiscono per realizzare operazioni di sviluppo immobiliare aperte al risparmio diffuso.

## 1. GLI *SPIN-OFF* IMMOBILIARI

Lo *spin-off* è l'operazione con cui il proprietario separa gli immobili dal proprio patrimonio e continua a detenerli sotto forma di proprietà finanziaria (ad esempio, come quote di una società di capitali).

La creazione di veicoli societari *ad hoc* può inoltre agevolare la conclusione di accordi con operatori specializzati nell'amministrazione e nella gestione degli immobili.

Per gli immobili strumentali - di cui si può mantenere la disponibilità - la concentrazione di cespiti immobiliari in soggetti giuridici separati può essere il presupposto per una migliore gestione degli adempimenti amministrativi e dei servizi accessori (riscaldamento, sicurezza, manutenzioni, etc).

La separazione societaria consente di controllare in modo più diretto ed immediato la gestione degli immobili e di misurare i risultati del capitale investito, obiettivi, questi, in teoria perseguibili anche con una opportuna riorganizzazione interna delle risorse, ma in realtà più facilmente raggiungibili attraverso un veicolo avente conti propri, nonché un autonomo organo amministrativo.

Sono utilmente scorporabili immobili non strumentali, i quali per dimensioni, ubicazione, vincoli urbanistici o di altra natura, necessitano di interventi di ristrutturazione/riconversione prima di essere venduti o diversamente utilizzati. Ma l'operazione può essere opportuna anche nei casi in cui gli immobili siano affittati e ci si proponga di migliorare la redditività della gestione.

In questa prospettiva la creazione di un soggetto giuridico distinto può consentire di perfezionare accordi di natura societaria con operatori privati specializzati nelle diverse aree di attività in cui si articola la valorizzazione del patrimonio immobiliare.

Per rendere conveniente un'operazione di scorporo occorre comunque che l'entità complessiva degli immobili da trasferire raggiunga una soglia tale da giustificare l'impiego di soluzioni più sofisticate e complesse rispetto a una semplice vendita

di cespiti, eventualmente accompagnata da contratti di locazione per il caso in cui si intenda mantenere la disponibilità dell'immobile.

Dal punto di vista giuridico, esclusa naturalmente la possibilità di addivenire ad operazioni di scissione, l'ente pubblico potrà realizzare lo *spin-off* attraverso il conferimento in natura degli immobili ad una società beneficiaria, a fronte del quale riceverà azioni della società medesima.

Al di là del carattere sostanzialmente innovativo dell'operazione, lo *spin-off* si realizza facendo ricorso agli strumenti della normativa di diritto comune, relativi alla costituzione di società e al conferimento di beni. Ma quali regole presidono alla eventuale scelta di soci privati nella società partecipata dall'ente locale? Esso dovrà attivare una procedura di gara attraverso la quale individuare il partner privato, di maggioranza o di minoranza, che acquisisca le quote della società.

È pacifico infatti, alla luce di un consolidato orientamento giurisprudenziale che la scelta del socio privato di una società a partecipazione pubblica debba seguire una procedura concorsuale.

In materia di *spin-off* di immobili pubblici si rileva che di recente il legislatore è intervenuto a disciplinare la fattispecie della valorizzazione degli immobili dello Stato attraverso operazioni di carattere societario.

Il D.L. n. 269/03, convertito in legge con L. n. 326/03 all'art. 30 ha previsto la costituzione di società di trasformazione urbana aventi la finalità di "*valorizzazione, trasformazione, commercializzazione e gestione del patrimonio immobiliare dello Stato*".

Tale norma prevede la costituzione, attraverso l'Agenzia del Demanio, anche con la partecipazione di comuni, province e regioni, di società di trasformazione urbana, diverse da quelle dell'art. 120 del TUEL, cui sono conferiti ovvero attribuiti in concessione singoli beni immobili o compendi immobiliari di proprietà dello Stato. Anche in tale fattispecie gli azionisti privati devono essere individuati tramite procedure a evidenza pubblica.

Per quanto riguarda la natura degli immobili su cui compiere operazioni di *spin-off*, deve trattarsi di beni che non appartengono al demanio o al patrimonio indisponibile, attesa in questi casi la loro diretta destinazione alla realizzazione di interessi pubblici.

## **2. CARTOLARIZZAZIONI**

La cartolarizzazione dei flussi di cassa generati da immobili consente di ottenere in anticipo il valore attuale dei flussi di cassa medesimi. A livello legislativo le operazioni di cartolarizzazione traggono la loro originaria regolamentazione dalla legge n. 130/99. Successivamente si sono susseguiti diversi interventi normativi che ne hanno disciplinato fattispecie particolari.

Anche la cartolarizzazione immobiliare è un'operazione basata sui flussi di cassa: è pertanto essenziale che i flussi finanziari attesi – in primo luogo quelli rivenienti da affitti o cessioni - vengano conseguiti non soltanto in misura sufficiente a soddisfare integralmente i diritti (rispetto a capitale e interessi) dei portatori dei titoli emessi a

fronte dell'operazione, ma anche in tempi che consentano il puntuale adempimento delle obbligazioni connesse all'emissione.

Le operazioni finalizzate alla dismissione programmata di immobili dovranno tenere conto delle oscillazioni e dei rischi del mercato immobiliare. Quelle invece imperniate sulla attualizzazione degli affitti saranno influenzate da tutti gli elementi che possano incidere sull'entità e stabilità dei ricavi netti conseguibili. La struttura della cartolarizzazione ha come pilastro centrale la segregazione delle attività da cui derivano i flussi finanziari destinati al servizio del debito.

Le attività da cartolarizzare vengono segregate in una entità giuridica autonoma strumentale (il cosiddetto veicolo), insensibile alle vicende che possano investire il soggetto che apporta le attività da cartolarizzare (il cd. *originator*). Quale risultato della segregazione la valutazione del merito di credito degli asset cartolarizzati diventa indipendente da quella dell'*originator*.

Il risultato della segregazione può essere conseguito attraverso la cessione degli asset cartolarizzati (dall'*originator* al veicolo) ovvero attraverso soluzioni che permettano all'*originator* di mantenere la titolarità degli immobili, attribuendo al veicolo speciali strumenti di garanzia congiunti a congegni negoziali capaci di canalizzare i flussi finanziari derivanti dagli asset cartolarizzati verso la loro destinazione al servizio del debito.

Nella cartolarizzazione immobiliare sia la cessione che la costituzione del controllo vanno realizzate nel rispetto delle forme e dei principi che governano il trasferimento di diritti sugli immobili e la costituzione di garanzie reali sugli stessi. Va detto che – nella pratica – molte operazioni finiscono per arenarsi nella fase di progettazione, a favore di soluzioni di finanziamento alternative più semplici, ma soprattutto fiscalmente meno onerose.

La legge 410/2001 ha dato il via alle cartolarizzazioni immobiliari pubbliche, aventi per oggetto i proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e di altri enti pubblici specificati all'art. 1 della legge stessa. Gli immobili vengono previamente trasferiti a titolo oneroso alle società costituite con decreti del Ministro dell'Economia. Questi veicoli effettuano le operazioni di cartolarizzazione mediante l'emissione di titoli o l'assunzione di finanziamenti. Per ogni operazione vengono individuati i beni immobili destinati al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli e di quelli dei concedenti i finanziamenti. Su ciascun patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di un qualsiasi creditore, diverso dai portatori dei titoli emessi dalle società ovvero dai concedenti i finanziamenti.

La cartolarizzazione immobiliare di cui alla legge n. 410/2001 riguardava il patrimonio immobiliare dello Stato e di alcuni enti pubblici espressamente individuati. Non vi era tuttavia alcuna sostanziale ragione per cui questa possibilità fosse preclusa ad altri enti pubblici territoriali e non. Questa limitazione è stata superata dall'art. 84 della legge 289/02, in base al quale anche Regioni, Province e Comuni sono autorizzati a costituire le società veicolo su cui si impernia l'operazione. Lo stesso articolo 84, al comma sei, prevede che la possibilità di dismissione si applichi anche ai beni immobili degli enti pubblici strumentali e a quelli delle aziende sanitarie locali, nonché delle aziende ospedaliere.

Per essere realizzate in condizioni di economicità, le operazioni di cartolarizzazione richiedono volumi adeguati che possano giustificare costi di preparazione e svolgimento niente affatto trascurabili. La soglia dimensionale minima può essere raggiunta con la formula cosiddetta multi-originator, cioè creando un gruppo di soggetti conferenti che apportano congiuntamente immobili di rispettiva pertinenza per dar vita ad un'operazione unitaria. Questa soluzione incide essenzialmente sull'assetto dei rapporti interni tra i singoli soggetti partecipanti all'operazione, lasciando tendenzialmente impregiudicati i rapporti esterni tra il veicolo e i suoi finanziatori.

### **3. FONDI IMMOBILIARI AD APPORTO PUBBLICO**

I fondi immobiliari tradizionali - intesi come investitori istituzionali che raccolgono risparmio per impiegarlo in immobili - non si prestano a realizzare operazioni di smobilizzo/valorizzazione dei patrimoni immobiliari pubblici.

Per rendere il fondo immobiliare idoneo a svolgere anche questa funzione, il legislatore ha introdotto nella l. 86/94 l'art. 14-*bis*, che rappresenta un corpo di disposizioni che consente agli enti pubblici, anche in compartecipazione con dei privati, di smobilizzare le loro attività immobiliari apportandole direttamente ad uno speciale fondo di investimento. A fronte del suddetto apporto, il conferente riceve quote di partecipazione da liquidare mediante collocamento sul mercato dei capitali.

Non necessariamente l'apporto di immobili ad un fondo deve preludere alla loro immediata dismissione. Esso può rappresentare, infatti, il veicolo per svolgere operazioni di ristrutturazione/sviluppo immobiliare in compartecipazione con privati, operazioni che comunque potranno svolgersi sotto l'egida dell'ente pubblico, il quale avrà la possibilità di mantenere una partecipazione rilevante nella società di gestione del risparmio, amministratrice del fondo.

Delineremo di seguito i tratti caratteristici della disciplina dei fondi con apporto pubblico, quale emerge dall'art. 14-bis della l. 86/1994. Concluderemo questa ricostruzione analizzando l'impatto avuto su questa materia della riforma dei fondi immobiliari, intervenuta con la L. 410/01, e soprattutto dalle modifiche apportate dal D.M. 31 gennaio 2003, n. 47 all'art. 13 del D.M. 228/99 recante i criteri generali cui devono attenersi i fondi comuni di investimento.

Il fondo immobiliare con apporto di beni pubblici viene definito dall'art. 14-bis, comma 1, l. 86/94, come quel fondo le cui quote *"...possono essere sottoscritte, entro un anno dalla sua costituzione, con apporto di beni immobili o diritti reali su immobili, qualora l'apporto sia costituito per oltre il 51% da beni e diritti apportati esclusivamente dallo Stato, da Enti previdenziali pubblici, da Regioni, da enti locali e loro consorzi, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente dagli stessi soggetti..."*. L'elemento essenziale è quindi il carattere pubblico dei soggetti che provvedono alla maggioranza dei conferimenti.

La principale peculiarità è rappresentata dal "ciclo inverso" che ne caratterizza la fase costitutiva. Un fondo chiuso "ordinario" si forma attraverso una preventiva

operazione di raccolta del risparmio, successivamente alla quale si perviene alla fase di selezione ed investimento in immobili. Un fondo immobiliare chiuso ad apporto nasce, invece, con la costituzione del proprio patrimonio. L'operazione di raccolta del risparmio avverrà successivamente alla formazione del fondo, assumendo la connotazione di mera operazione di smobilizzo di proprietà immobiliare precedentemente cartolarizzata.

Questa peculiarità si riflette anche sulle caratteristiche del prodotto finanziario: mentre un fondo "ordinario" colloca le proprie quote sulla base di un programma di asset allocation, in cui l'ottenimento di determinati rendimenti rappresenta un obiettivo sperato, il fondo ad apporto è nelle condizioni di raccogliere risparmio, collocando quote di un portafoglio di investimenti già formato, ed è pertanto già oggettivamente idoneo a generare una determinata redditività corrente.

Il fondo ad apporto consente, insomma, di investire non solo in un programma di attività, bensì anche in compendi immobiliari concretamente valutabili. Il patrimonio deve essere raccolto mediante l'apporto di beni entro un anno dalla costituzione (art. 14-bis, comma 3 della l. 86/1994).

La società di gestione del fondo immobiliare con apporto di beni pubblici non deve essere neanche indirettamente controllata, ai sensi dell'art. 2359 c.c., da alcuno dei soggetti che procedono all'apporto, con l'unica eccezione del Ministero del Tesoro (art. 14-bis, comma 1, della l. 86/1994). Questa disposizione mira a prevenire il verificarsi di situazioni in cui gli apportatori provvedano solo nominalmente alla dismissione di attività immobiliari, mantenendo di fatto, attraverso il controllo della SGR, l'amministrazione e la gestione dei beni conferiti.

Una volta effettuati gli apporti, la SGR ha l'obbligo di procedere, in qualità di mandataria dei conferenti, a collocare presso investitori diversi dai conferenti almeno il 60% delle quote del fondo. Se alla scadenza dei 18 mesi dall'ultimo apporto in natura, risulti essere stato collocato un numero inferiore al 60% del totale delle quote del fondo, la SGR deve dichiarare il mancato raggiungimento dell'obiettivo minimo di collocamento e disporre lo scioglimento del fondo. Questo termine perentorio è stato posto dal legislatore con l'evidente intento di garantire che il fondo ad apporto effettivamente persegua gli obiettivi per cui è stato pensato. La realizzazione di mere operazioni di apporto non seguite dall'effettivo collocamento delle quote non varrebbe infatti a realizzare le finalità di smobilizzo della proprietà immobiliare pubblica che, con questo peculiare strumento, si intendono realizzare.

La SGR dovrà richiedere, entro sei mesi dalla consegna delle quote agli acquirenti, l'ammissione dei relativi certificati alla negoziazione in un mercato regolamentato, qualunque sia l'ammontare minimo della sottoscrizione, seguendo la stessa procedura già vista per i fondi immobiliari privati.

Per mezzo dell'operazione di apporto ad un fondo immobiliare, l'ente apportante viene a perdere sia la titolarità che il potere di disporre dei beni apportati. Il conferimento implica, infatti, la cessione a tutti gli effetti dei cespiti che transitano dal patrimonio della pubblica amministrazione a quello di un fondo gestito da una società privata o comunque controllata da privati. Trattasi in particolare di cessione a titolo oneroso, posto che il corrispettivo è rappresentato dalle quote rivenienti

dall'apporto. Per realizzare l'operazione di apporto, l'ente pubblico deve preliminarmente incaricare una banca o una società di gestione del risparmio ed istituire un fondo immobiliare ad apporto pubblico. Qualora l'ente pubblico opti per la partecipazione al capitale della società di gestione, dovrà altresì individuare uno o più soci privati, necessariamente di controllo, nell'ambito di essa.

Si pone dunque il problema di comprendere se l'ente conferente è tenuto ad applicare procedure ad evidenza pubblica, oppure se è libero di scegliere il fondo in cui apportare i beni e, di conseguenza, il gestore del fondo stesso. In generale, i contratti dello Stato e degli altri enti pubblici funzionali sono soggetti, relativamente alla loro formazione ed alla scelta del contraente privato, alla disciplina dettata dalla legge di contabilità pubblica, approvata con R.D. 2440/23, e dal relativo regolamento attuativo approvato con R.D. 827/24. Il principio è che la pubblica amministrazione deve scegliere il contraente privato attraverso procedure di evidenza pubblica e che i contratti dai quali derivi un'entrata per lo Stato (contratti attivi) debbono essere preceduti da pubblici incanti (art. 3, R.D. 2440/23).

Alla luce della circostanza che il conferimento di beni immobili genera entrate (rappresentate dalle quote del fondo che - collocate sul mercato - consentono all'ente di incassare il relativo prezzo), sembrerebbe potersi dedurre l'esistenza di un obbligo ad avviare una procedura di gara pubblica per la scelta del fondo e del gestore.

Alla problematica si dovranno comunque dare risposte completamente diverse, se – in linea con l'orientamento da taluni sostenuto – si impostasse la questione in termini di realizzazione di strutture finanziarie da porre al servizio della dismissione del patrimonio immobiliare. Secondo questa impostazione l'apporto immobiliare costituirebbe un momento meramente strumentale rispetto alla successiva operazione finanziaria di collocamento delle quote, facendone discendere la conseguente applicabilità dalla normativa che regola l'affidamento di servizi finanziari da parte della pubblica amministrazione. Nell'ambito di quest'ultima, l'art. 5, comma 2, lett. d), D.Lgs. 157/95, esclude, dall'obbligo di preventivo esperimento di una procedura di gara a evidenza pubblica “... i contratti per servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari e quelli per i servizi forniti dalle banche centrali”.

Le modifiche al Regolamento 228/1999 (Regolamento ministeriale dettante i criteri cui si devono uniformare i fondi di investimento), intervenute con il D.M. 31 gennaio 2003, n. 47, estendono ai fondi ad apporto la possibilità – attribuita dalla riforma ai fondi immobiliari ordinari - di effettuare operazioni con i soci della società di gestione o delle società facenti parte del relativo gruppo, ma pure stabiliscono che per tali operazioni non vale tutta la serie di limiti e cautele cui la nuova disciplina condiziona le operazioni in conflitto di interesse. I soci della società di gestione potranno quindi effettuare operazioni di cessione, acquisto o conferimento che singolarmente superino il 10% e complessivamente il 40% del valore del fondo. Analogamente, non varrà il limite del 60% sul valore del fondo per il totale delle operazioni effettuate con soci o con soggetti appartenenti al loro gruppo della società di gestione. Successivamente alla prima emissione di quote, non si applicherà, inoltre, il limite del 10% sul valore complessivo del fondo su base annua per ciascuna



cessione, acquisto o conferimento e per il totale delle operazioni effettuate con soci della società di gestione e con soggetti appartenenti al loro gruppo.

La significatività della deroga sopra descritta appare in tutta la sua evidenza, laddove si consideri che i fondi ad apporto sono sottoscrivibili fino al 49% da privati e che anche i privati – in quanto coinvolti nelle operazioni di apporto pubblico – potranno, quindi, beneficiare della possibilità di ovviare alle cautele previste in via generale per le operazioni in conflitto.

Quando nel 1994 fu introdotta la relativa figura, il fondo con apporto pubblico consentiva il diretto conferimento di immobili al fondo di investimento, operazione questa preclusa ai fondi immobiliari ordinari. A otto anni di distanza dall'emanazione della legge, solo recentemente risulta essere stata realizzata una prima ed unica iniziativa ai sensi dell'art. 14-bis della l. 86/1994: si tratta del fondo Alpha, promosso dall'ente previdenziale INPDAP. E' stato pertanto sostanzialmente mancato l'obiettivo di sviluppare una forma di intermediazione specializzata su cui potessero fare affidamento i numerosi enti pubblici coinvolti nel processo delle dismissioni immobiliari.

L'insuccesso non sembra peraltro necessariamente ascrivibile a carenze tecniche della normativa speciale, rispetto alla quale si registrano anzi numerosi interventi legislativi finalizzati a rendere lo strumento più attrattivo. Altre iniziative, ad esempio finalizzate alla dismissione del patrimonio abitativo, sono peraltro in fase di avanzata elaborazione e pertanto non si può escluderne uno sviluppo in un prossimo futuro, qualora taluni enti pubblici intendessero con maggiore convinzione affrontare i processi di riqualificazione/dismissione.



ASSOCIAZIONE  
NAZIONALE  
COMUNI  
ITALIANI

Via Alessi, 1 - 06122 Perugia  
tel: 0755755444  
fax:0755755417/19  
<http://www.anci.umbria.it>  
email: [info@anci.umbria.it](mailto:info@anci.umbria.it)