

FONDO *i3-CORE*

VADEMECUM
PER GLI INVESTIMENTI



INVIMIT
Investimenti Immobiliari Italiani



INVIMIT
Investimenti Immobiliari Italiani

INDICE

1. Invimit e il quadro operativo.....	4
1.1 Invimit Sgr, il contesto di riferimento e la <i>mission</i>	4
1.2 INVIMIT SGR - Il Fondo di Fondi “i3-Core”.....	5
2. Il Fondo immobiliare chiuso come strumento per la valorizzazione del patrimonio pubblico.....	7
2.1 Fondo immobiliare chiuso: caratteristiche principali.....	7
2.1.1 Nozione.....	7
2.1.2 Il rapporto di investimento: la Sgr, il regolamento di gestione e la banca depositaria....	8
2.1.3 Cenni in materia di fiscalità.....	9
2.1.4 Osservazioni conclusive.....	10
2.2 Vantaggi del sistema integrato dei fondi.....	10
3. I canali di selezione dei Fondi Obiettivo.....	12
3.1 Le tipologie dei fondi Obiettivo.....	12
3.2 Breve inquadramento della procedura di selezione delle Sgr e dei Fondi Obiettivo.....	14
3.2.1 Progetto di valorizzazione del Soggetto Pubblico.....	16
3.2.2 Progetto di valorizzazione del Privato.....	16
3.2.3 Apporto per adesione a progetto di valorizzazione tipizzato.....	17
3.2.4 Vendita anche in assenza di progetto di valorizzazione approvato dal Soggetto Pubblico.....	18
3.3 Analisi delle singole procedure.....	19
3.3.1 Progetto di Valorizzazione del Soggetto Pubblico.....	19
3.3.2 Progetto di Valorizzazione del Soggetto Privato.....	21
3.3.3 Apporto per adesione a progetto di valorizzazione tipizzato.....	22
3.3.4 Vendita anche in assenza di un progetto di valorizzazione approvato dal Soggetto Pubblico.....	22
3.4 Tavola di sintesi fattispecie-procedure.....	23
4. L’individuazione dei beni e le procedure di valorizzazione.....	24
4.1 L’individuazione dei beni oggetto di trasferimento o apporto.....	24
4.2 Le procedure di valorizzazione.....	25
4.2.1 Le procedure di valorizzazione del patrimonio immobiliare previste dall’articolo 58 del decreto legge 112/2008.....	25
4.2.2 Le altre procedure di valorizzazione previste dall’articolo 33 del decreto legge 98/2011.....	26
4.2.3 Impatti regolamentari e di struttura dei termini delle procedure di variante urbanistica.....	27

4.3 Elementi di contabilità pubblica.....	28
4.3.1 I vincoli in merito all'utilizzo dei proventi derivanti dalla valorizzazione.....	28
4.3.2 La compatibilità con il patto di stabilità e i vincoli e le limitazioni riguardanti l'indebitamento.....	28
5. Struttura e caratteristiche dei Fondi Obiettivo. Istituzione di comparti e famiglie di fondi.....	30
6. Fondo <i>i3-Core</i> - funzionamento del processo di valutazione.....	32
6.1 Le principali caratteristiche del Fondo <i>i3-Core</i>	32
6.2 Linee guida del processo di investimento. Politica e strategia di investimento.....	33
6.3 Criteri di investimento.....	34
6.3.1 Criteri concernenti il progetto immobiliare sottostante il Fondo Obiettivo.....	34
6.3.2 Criteri concernenti gli obiettivi, i rendimenti e gli aspetti organizzativi del Fondo Obiettivo e della Sgr che lo gestisce.....	35
6.3.3 Criteri concernenti i requisiti di <i>governance</i> e trasparenza dei Fondi Obiettivo.....	36
6.3.4 Criteri per la determinazione dell'entità della partecipazione del Fondo <i>i3-Core</i> nel Fondo Obiettivo.....	37
6.4 Istruttoria investimenti e delibere di sottoscrizione.....	37
6.5 Modalità di presentazione delle proposte di investimento.....	38
6.5.1 Requisiti del progetto di gestione immobiliare degli interventi.....	39
6.5.2 Documentazione sul progetto di valorizzazione o utilizzo e sul Fondo.....	39
6.5.3 Documentazione sul soggetto gestore del Fondo Obiettivo e sugli altri soggetti rilevanti eventualmente coinvolti nella gestione degli <i>assets</i>	40
6.6 Requisiti prestazionali dei progetti e <i>reporting</i>	40

1. INVIMIT Sgr e il quadro operativo

1.1. INVIMIT Sgr, il contesto di riferimento e la mission

La crisi dei debiti sovrani dell'area Euro, aggravata dal contesto macroeconomico negativo ha spinto paesi come l'Italia ad accelerare il naturale processo di valorizzazione e dismissione del patrimonio immobiliare pubblico. L'attuale strategia governativa in tal senso, spinta anche dalle previsioni delle recenti disposizioni sulla *spending review*, si pone l'obiettivo di contribuire alla riduzione del debito pubblico sia attraverso il consolidamento dell'avanzo primario, tramite misure di revisione della spesa corrente (maggior efficienza nella gestione del proprio patrimonio), sia attraverso operazioni di valorizzazione e dismissione di parte del patrimonio immobiliare stesso, secondo modalità coerenti con l'attuale congiuntura, facendo leva sull'utilizzo di strumenti di mercato quali i fondi comuni di investimento immobiliare.

In tale contesto strategico rilevano le misure introdotte dall'articolo 33 del decreto legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito, con modifiche e integrazioni, dalla legge 15 luglio 2011, n. 111, e successivamente modificato e integrato ("**Decreto Legge 98/2011**"), che si inseriscono nell'ambito del complesso e stratificato quadro normativo in materia di valorizzazione e dismissione del patrimonio immobiliare pubblico (la cui disamina complessiva esula dallo scopo del presente Vademecum). Il Decreto Legge 98/2011 introduce, tra l'altro, una articolata disciplina regolante modalità di costituzione, finanziamento e operatività di specifiche tipologie di fondi immobiliari, assegnando obiettivi di efficienza e riduzione del debito pubblico in capo agli enti pubblici proprietari dei portafogli immobiliari ed individuando un veicolo finanziario *ad hoc* che assuma il ruolo di cerniera fra pubblico e privato nella fase di attivazione e gestione delle iniziative di finanza immobiliare promosse nell'ambito del citato articolo 33 della medesima norma.

In particolare, l'articolo 33, comma 1, del De-

creto Legge 98/2011 ha previsto la costituzione, da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze ("**MEF**"), di una società di gestione del risparmio per il cui tramite favorire il processo operativo e finanziario e attuare in via unitaria e coordinata opportune strategie di valorizzazione e dismissione degli immobili pubblici (i.e. dello Stato, degli enti pubblici, territoriali e non, e delle società pubbliche).

In adempimento di tale disposto normativo, con decreto del MEF del 19 marzo 2013, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 30 maggio 2013, n. 125, è stata costituita Investimenti Immobiliari Italiani Società di Gestione del Risparmio Società per Azioni ("**Invimit Sgr**"). Invimit Sgr è stata autorizzata alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio di cui all'articolo 34 del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" ("**TUF**"), con provvedimento della Banca d'Italia dell'8 ottobre 2013.

La *mission* di Invimit Sgr è, dunque, quella di istituire una pluralità di fondi comuni di investimento immobiliare (nelle forme di fondi di fondi e fondi diretti, secondo quanto previsto nel medesimo articolo 33 del Decreto Legge 98/2011) che possano (i) investire le proprie risorse perseguendo la creazione del profitto (al pari di ogni altro operatore di mercato) sia favorendo progetti di valorizzazione immobiliare promossi da enti pubblici, sia attraverso la creazione diretta di valore immobiliare; e (ii) al contempo creare contesti favorevoli per il perseguimento delle finalità di riduzione del debito pubblico, di efficienza e di crescita economica che sono in capo allo Stato ed agli enti pubblici proprietari dei portafogli immobiliari che saranno poi conferiti o trasferiti ai fondi.

In tale contesto, vale sottolineare che il sistema introdotto dall'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011 si discosta dalla precedente esperienza della valorizzazione e dismissione degli immobili pubblici, avviata nel 2001 con una modalità "autoritativa", e si basa, invece, sul principio di co-pianificazione e di collabora-

zione istituzionale, incentivando la progettualità degli interventi (anche per iniziativa dei privati) e la responsabilità nel partecipare da parte degli enti pubblici interessati, in modo cooperativo, alle scelte ed alle procedure di riqualificazione immobiliare. Infatti il citato articolo 33 introduce anche strumenti e procedure semplificate, basate sulla concertazione tra gli enti pubblici interessati, per la variazione della destinazione funzionale degli immobili conferiti nei fondi immobiliari ivi previsti e per la loro regolarizzazione urbanistica ed edilizia.

Ulteriore innovazione recata dall'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011 (e per quel che più rileva ai fini del presente documento) è quella della interazione fra i Fondi di Fondi e i fondi diretti a sviluppo promossi direttamente dagli enti pubblici, venendosi in tal modo a creare un "sistema integrato di fondi immobiliari a livello nazionale-locale", con l'obiettivo di accrescere l'efficienza dei processi di sviluppo e valorizzazione dei patrimoni immobiliari di proprietà pubblica e di facilitare il reperimento delle risorse finanziarie necessarie a garantire l'effettiva operatività dei fondi immobiliari in fase di *start-up*.

1.2 INVIMIT SGR - Il Fondo di Fondi "i3-Core"

L'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011 prevede una molteplicità di tipologie di fondi comuni di investimento immobiliari che possono essere istituiti e gestiti da Invimit Sgr. Per quanto qui di interesse, ai sensi dell'articolo 33, comma 1, del Decreto Legge 98/2011 Invimit Sgr può istituire e gestire uno o più fondi comuni di investimento immobiliari ("**Fondi di Fondi**") che possono, a loro volta, partecipare ad altri fondi comuni di investimento immobiliari promossi o partecipati da regioni, province, comuni (anche in forma associata o consorziata) e da altri enti pubblici (anche non territoriali) nonché da società interamente partecipate dai predetti enti al fine di valorizzare o dismettere il proprio patrimonio immobiliare ("**Fondi Obiettivo**").

I Fondi di Fondi raccolgono liquidità, oltre che sul mercato degli investitori qualificati, anche

da taluni soggetti precisamente individuati dallo stesso articolo 33, comma 3, del Decreto Legge 98/2011, ed in particolare: da enti pubblici di natura assicurativa o previdenziale (che, per il triennio 2012-2014, devono destinare il 20% del piano di impiego dei fondi disponibili previsto dall'articolo 65 della legge 30 aprile 1969 n. 153 alla sottoscrizione di quote di Fondi di Fondi), da compagnie di assicurazioni private e da Cassa Depositi e Prestiti S.p.a.

Sottoscrivendo in denaro quote dei Fondi Obiettivo, i Fondi di Fondi consentono agli stessi Fondi Obiettivo l'afflusso della liquidità necessaria per gli interventi di valorizzazione.

Il primo Fondo di Fondi, denominato "*i3-Core* – Fondo Comune di Investimento Chiuso Immobiliare a Comparti" ("**Fondo i3-Core**") è stato istituito da Invimit Sgr in data 27 febbraio 2014 ed è già avviata la fase della sottoscrizione delle quote da parte dell'Istituto Nazionale per l'Assicurazione contro gli Infortuni sul Lavoro - INAIL (al momento unico sottoscrittore) di entrambi i comparti previsti per tale fondo (la sottoscrizione dovrebbe complessivamente ammontare ad euro 1.400.000.000,00).

Ai sensi del regolamento di gestione, scopo del Fondo *i3-Core* è quello di porre in essere investimenti conformemente a quanto previsto dall'articolo 33, commi 1, 8-ter ed 8-quater del Decreto Legge 98/2011.

In particolare, il Fondo *i3-Core* è stato strutturato in due comparti – Comparto Territorio e Comparto Stato – per i quali è previsto il seguente oggetto di investimento:

- per il Comparto Territorio
 - quote di fondi comuni di investimento immobiliari chiusi promossi o partecipati da regioni, province, comuni anche in forma consorziata o associata ai sensi del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, ed altri enti pubblici ovvero da società interamente partecipate dai predetti enti, al fine di valorizzare o dismettere il proprio patrimonio

immobiliare disponibile (articolo 33, comma 1, primo periodo, del Decreto Legge 98/2011). Tali fondi *target* potranno acquisire anche beni immobili in locazione passiva alle pubbliche amministrazioni (articolo 33, comma 1, penultimo periodo, del Decreto Legge 98/2011) ed acquistare immobili ad uso ufficio di proprietà degli enti territoriali, utilizzati dagli stessi o da altre pubbliche amministrazioni nonché altri immobili di proprietà dei medesimi enti di cui sia completato il processo di valorizzazione edilizio-urbanistico, qualora inseriti in programmi di valorizzazione, recupero e sviluppo del territorio (articolo 33, comma 8-bis, primo periodo, del Decreto Legge 98/2011);

– quote di fondi titolari di diritti di concessione o d'uso su beni indisponibili e demaniali, che prevedano la possibilità di locare in tutto o in parte il bene oggetto della concessione (articolo 33, comma 1, ultimo periodo, del Decreto Legge 98/2011).

- per il Comparto Stato
 - fondi comuni di investimento chiusi immobiliari istituiti ai sensi dell'articolo 33, commi 8-ter ed 8-quater del Decreto Legge 98/2011.

Per entrambi i Comparti, è previsto che:

- in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d'Italia, sia possibile investire in quote di un unico fondo comune di investimento immobiliare chiuso fino al 30% (trenta per cento) del maggior importo tra (a) l'ammontare sottoscritto e (b) il controvalore delle attività del Comparto di pertinenza;
- la durata sia pari a 30 anni decorrenti dalla chiusura del primo esercizio successivo all'avvio dell'operatività del Fondo *i3-Core*, prorogabile di ulteriori cinque anni e salva una ulteriore proroga di massimi tre anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti;
- non si possa far ricorso all'indebitamento;
- si proceda annualmente, a partire dal secondo esercizio successivo alla data di avvio dell'operatività, alla distribuzione di proventi in misura non inferiore all'80% degli stessi, fatta salva diversa e motivata determinazione del Consiglio di Amministrazione;
- Invimit SGR percepisca una commissione di *performance* al raggiungimento di un rendimento obiettivo su base annua pari al 2,50% + l'incremento registrato nell'esercizio di riferimento dall'indice ISTAT.

Il presente documento riguarda esclusivamente il Comparto Territorio del Fondo *i3-Core*.

2. Il Fondo immobiliare chiuso come strumento per la valorizzazione del patrimonio pubblico

2.1 Fondo immobiliare chiuso: caratteristiche principali

2.1.1 Nozione

I fondi comuni di investimento immobiliari (di seguito per brevità, solo “fondi immobiliari”) sono organismi di investimento collettivo del risparmio che trovano definizione e disciplina nel TUF e nei provvedimenti attuativi emessi dalla Banca d’Italia e dalla CONSOB (le Autorità di Vigilanza cui sono sottoposti i fondi) nonché dal MEF. Si tratta quindi di strumenti che consentono all’investitore di partecipare ai risultati economici di iniziative assunte nel comparto immobiliare, utilizzando non lo schema tipico della partecipazione ad una società di capitali, ma il modello organizzativo del patrimonio gestito da un intermediario professionale. Più in particolare il fondo immobiliare:

- è un patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti (i) dal patrimonio di ciascun partecipante, (ii) dal patrimonio della società di gestione del risparmio (“Sgr”) che ne cura in via professionale la gestione, nonché (iii) da ogni altro fondo comune di investimento gestito dalla medesima Sgr¹;
- investe il proprio patrimonio in misura non inferiore ai due terzi in beni immobili, diritti reali immobiliari ivi inclusi quelli derivanti da contratti di *leasing* immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di altri fondi immobiliari, anche esteri²;
- è costituito in forma chiusa (i.e. ammontare massimo del fondo determinato e rimborso delle quote alla scadenza, ovvero in circostanze predefinite nel regolamento di gestione; ove il regolamento del fondo preveda emissioni successive

alla prima, i rimborsi anticipati hanno luogo con la medesima frequenza ed in coincidenza con le nuove emissioni³).

La finalità del fondo immobiliare è la realizzazione di un programma di investimento di valorizzazione (mediante operazioni di sviluppo immobiliare) e/o messa a reddito di un dato portafoglio di immobili, minimizzandone i rischi, secondo le politiche di investimento definite dal regolamento di gestione (v. successivo paragrafo 2.1.2). Il rendimento dell’investimento in quote di un fondo immobiliare deriva, quindi, dalla creazione di valore ottenuta attraverso la gestione, trasformazione, costruzione, manutenzione del patrimonio del fondo, che può determinare la rivalutazione del valore delle quote del fondo stesso; nonché dai canoni di affitto che il fondo riscuote. I fondi immobiliari sono quindi scarsamente correlati con i mercati finanziari, in quanto investimenti con orizzonti di valorizzazione necessariamente lunghi.

I fondi immobiliari possono distinguersi sotto il profilo delle modalità di costituzione del patrimonio immobiliare in:

- fondi a raccolta: raccolgono le liquidità dai sottoscrittori per poi destinarle all’investimento immobiliare sulla base delle opportunità che si presentano sul mercato;
- fondi ad apporto: vengono costituiti tramite conferimento di beni da parte dei soggetti sottoscrittori (pubblici o privati), previa acquisizione di apposita relazione di stima elaborata da esperti indipendenti⁴;
- fondi misti: sono costituiti tramite apporti sia di liquidità che di immobili da parte dei sottoscrittori.

I fondi immobiliari possono altresì distin-

¹ Art. 36, comma 4, del TUF.

² Art. 12-bis, comma 2, e art. 1, comma 1, lettera d-bis) del decreto ministeriale 24 maggio 1999, n. 228.

³ Art. 14, commi 6 e 6-bis, del decreto ministeriale 24 maggio 1999, n. 228.

⁴ Art. 12-bis, comma 3, del decreto ministeriale 24 maggio 1999, n. 228.

guersi sotto il profilo del riferimento alla tipologia degli investitori cui sono destinati:

- fondi destinati al pubblico indistinto (comunemente detti fondi “*retail*”): consentono al singolo investitore di poter realizzare un investimento nel settore *real estate* senza impegnarsi direttamente nell’acquisto dei beni e di poter affidare la gestione a soggetti professionali specializzati quali sono le Sgr;
- fondi riservati: destinati esclusivamente ad investitori qualificati come individuati dall’art. 1, comma 1, lettera h) del decreto ministeriale 24 maggio 1999, n. 228.

2.1.2 Il rapporto di investimento: la Sgr, il regolamento di gestione e la banca depositaria

A. La Sgr

La Sgr è l’intermediario finanziario specializzato cui il TUF riserva in via esclusiva la possibilità di istituire e gestire fondi immobiliari⁵, per la cui attività occorre apposita autorizzazione da parte della Banca d’Italia. La Sgr, per tale attività, assume nei confronti dei partecipanti al fondo gli obblighi e la responsabilità del mandatario.

In relazione al fondo immobiliare, la Sgr cura (in via di sintesi e di esempio):

- la predisposizione del regolamento di gestione, sulla base degli eventuali accordi negoziati con i promotori/sottoscrittori;
- la successiva emissione delle quote del fondo immobiliare a favore dei sottoscrittori (a fronte di apporto di beni immobili, ovvero disponibilità liquide);
- l’organizzazione del fondo immobiliare e l’amministrazione dei rapporti con i sottoscrittori;

- l’attività di (i) gestione tecnica e immobiliare del patrimonio del fondo (normalmente in parte esternalizzata), ferma restando la responsabilità della Sgr nei confronti degli investitori e delle Autorità di Vigilanza; (ii) *asset management* (attività necessaria ad ottimizzare la redditività del patrimonio, quali *business planning* e definizione delle strategie operative di gestione, messa a reddito degli immobili, ed altro); (iii) di investimento e disinvestimento del patrimonio del fondo.

La Sgr è tenuta a particolari doveri informativi e di trasparenza verso gli investitori altresì sotto forma di rendiconti della gestione periodici. Inoltre, il valore dei beni in portafoglio è periodicamente oggetto di valutazione da parte di esperti indipendenti.

B. Il regolamento di gestione

Il rapporto tra gli investitori che si determinano a partecipare ai fondi immobiliari e la Sgr preposta alla gestione è disciplinato in via uniforme dal regolamento di gestione (“**Regolamento**”) che governa l’intera vita del fondo immobiliare ed è predisposto dalla Sgr che lo costituisce.

Il Regolamento disciplina le principali caratteristiche del fondo immobiliare, fra cui (in via di sintesi e di esempio):

- la tipologia di fondo, con riferimento sia agli investitori cui è destinato (*retail* o riservato a investitori qualificati) che alle modalità di sottoscrizione delle quote (i.e. a raccolta, ad apporto, misto);
- la modalità di partecipazione ed i diritti patrimoniali dei quotisti (es. emissione, sottoscrizione⁶ e rimborso delle quote, distribuzione dei proventi di gestione, riparto dei proventi della liquidazione, ed altro);

- la durata del fondo immobiliare, che deve risultare compatibile e coerente con la natura dell'investimento e, comunque, non superiore ai cinquanta anni;
- la politica di gestione, in termini di *asset allocation* (composizione del portafoglio) e di eventuale indebitamento (leva finanziaria);
- i costi a carico del fondo immobiliare, con particolare riguardo alla struttura delle commissioni (fisse e/o variabili) da riconoscere alla Sgr e alla banca depositaria, per le quali sono definiti i parametri ed i criteri di calcolo, e i costi a carico della Sgr;
- la *governance* del fondo, anche con riferimento all'ampiezza dei poteri attribuiti agli organi di rappresentanza dei sottoscrittori a tutela dei propri investimenti.

Brevi osservazioni merita il tema della *governance* del fondo, da definirsi in autonomia tra la Sgr e i promotori del fondo e che consente la predisposizione di strumenti atti a favorire il perseguimento degli obiettivi degli investitori. Ciò assume particolare importanza in tutti quei casi in cui lo strumento del fondo immobiliare è rivolto al perseguimento di specifici obiettivi dei promotori (quale il caso, fra gli altri, di un fondo per la valorizzazione/sviluppo di un portafoglio immobiliare) e non già al pubblico indistinto di investitori (come nei fondi *retail*).

I poteri di *governance* degli investitori sono esercitati principalmente attraverso l'Assemblea dei Partecipanti, organo di rappresentanza previsto dalla normativa di riferimento con poteri su materie di ordine straordinario⁷.

Oltre ad ampliare i poteri dell'Assemblea previsti per legge, la prassi ha introdotto ulteriori organi con poteri per lo più consultivi (c.d. *advisory committee* o comitato consultivo), che siano espressione dei quotisti, chiamati a rilasciare pareri, in taluni casi anche vincolanti, su temi inerenti la gestione del fondo.

2.1.3 Cenni in materia di fiscalità

Il fondo immobiliare rappresenta una opportunità anche dal punto di vista fiscale. Sin dalla loro introduzione nel sistema italiano, al fine di favorirne la diffusione come strumento di investimento dei risparmi privati, il trattamento fiscale delle vendite, apporti e redditi generati hanno beneficiato di un regime agevolato, tanto da rendere tale strumento il veicolo ideale e più efficiente per la gestione di grandi patrimoni immobiliari, rispetto ai tradizionali schemi operativi attraverso società di capitali. Il regime fiscale applicabile ai fondi immobiliari ha subito diverse e rilevanti modifiche nel corso degli ultimi anni ed il presente documento non ha l'obiettivo di ricostruire l'attuale regime fiscale di tale strumento di investimento.

Ai fini che qui interessano rileva l'articolo 33, comma 7, del Decreto Legge 98/2011, che estende a tutte le tipologie di fondi immobiliari previste dal medesimo articolo 33 (e quindi ai Fondi Obiettivo) l'applicazione delle agevolazioni fiscali previste dai commi 10 e 11 dell'articolo 14-bis, legge 25 gennaio 1994, n. 86.

In particolare, ciò comporta che ai fini delle imposte sui redditi, gli apporti effettuati nei confronti di fondi immobiliari non danno luogo a redditi imponibili (ovvero a perdite deducibili) in capo all'ente apportante. Inoltre, le quote ricevute in cambio dell'apporto

toscrittione delle quote è pari a 24 mesi dalla data di pubblicazione del prospetto informativo per i fondi *retail* ovvero dalla data di approvazione del Regolamento per i fondi riservati, art. 14 comma 5, del decreto ministeriale 24 maggio 1999, n. 228. Decorso tale termine, a seconda

dell'esito della sottoscrizione, la Sgr può aumentare o ridimensionare il patrimonio del fondo sulla base di quanto stabilito nel Regolamento.

⁷ Art. 37 del TUF.

mantengono il medesimo valore fiscalmente riconosciuto ai beni anteriormente all'apporto stesso.

Sotto il profilo delle imposte d'atto (imposte di registro, ipotecaria e catastale), per i soli apporti effettuati dallo Stato, dagli altri enti pubblici nonché dalle società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti, è stata prevista l'applicazione di un'unica imposta sostitutiva pari a euro 516,45 indipendentemente dal numero degli apporti e dal valore degli stessi. Per gli apporti effettuati da soggetti privati trovano invece applicazione le ordinarie disposizioni.

2.1.4 Osservazioni conclusive

Ripercorsa come sopra la disciplina generale dei fondi immobiliari, gli elementi che differenziano notevolmente tali veicolo dagli strumenti societari ordinari (e che ne hanno favorito la diffusione negli ultimi anni) sono proprio gli obblighi di trasparenza e di rendicontazione verso gli investitori, il ruolo di garanzia di soggetti professionali terzi (esperti indipendenti e banca depositaria) e gli stringenti vincoli di controllo da parte delle Autorità di Vigilanza, sia sotto il profilo della composizione patrimoniale, sia sotto quello della modalità di investimento e della concentrazione del rischio. Tutti elementi che caratterizzano fortemente gli investimenti immobiliari tipicamente “*capital intensive*”.

Altra caratteristica che favorisce il successo dei fondi quali strumenti per la partecipazione ad investimenti immobiliari è proprio la gestione professionale del loro patrimonio. La Sgr si deve, infatti, dotare di una struttura organizzativa adeguata a svolgere tutte le attività necessarie e funzionali al raggiungimento degli obiettivi del fondo, così come indicate dal Regolamento. Anche nel caso di esternalizzazioni di fasi di attività presso strutture terze specializzate, le stesse operano sotto la supervisione ed il controllo degli organi di *governance* e sotto la vigilanza di Banca d'Italia. Ulteriore aspetto rilevante dei fondi immobiliari è la possibilità di definire

una precisa *governance* in funzione degli obiettivi dei promotori/investitori, elemento che consente agli investitori formule di verifica e supervisione dell'attività degli organi gestori.

2.2. Vantaggi del sistema integrato dei fondi

Da sottolineare, in sintesi, la portata innovativa del “sistema integrato dei fondi” così come determinato dalle previsioni dell'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011:

- capacità di fare fronte alla scarsa disponibilità di risorse finanziarie per sostenere interventi di valorizzazione e sviluppo dei patrimoni immobiliari pubblici, accentuata dalla difficile congiuntura economica; ciò potrà consentire ai progetti più meritevoli di superare più facilmente la fase critica di avvio, sotto questo profilo assumendo il Fondo di Fondi ruolo di “amplificatore” nella costruzione dell'*appeal* del Fondo Obiettivo nel momento in cui viene proposto al mercato dei capitali istituzionali;
- accesso a competenze altamente specializzate, in grado di fornire supporto tecnico-specialistico nella strutturazione di organici piani di razionalizzazione e sviluppo immobiliare, sulla base dei quali costruire operazioni di investimento che consentano contestualmente di perseguire obiettivi (nel mix di volta in volta individuato) di riduzione della spesa, di creazione di valore, di generazione di entrate, di riduzione del debito pubblico;
- possibilità concessa agli enti pubblici di accelerare e semplificare i tempi e le modalità per ottenere la conformità urbanistica delle destinazioni funzionali necessarie alla valorizzazione dei beni pubblici. Attraverso il procedimento di cui all'articolo 34 del decreto legge n. 267/2000 (Accordo di Programma), pur garantendo la condivisione istituzionale a tutti i livelli, si riesce a definire il suddetto percorso in un tempo definito (massimo 180 giorni) e in deroga, laddove necessario, ai piani ter-

ritoriali, contingenti, etc. cui gli strumenti ordinari sarebbero necessariamente sottoposti;

- centralità dei progetti di valorizzazione dei Fondi Obiettivo. Il *driver* che alimenta tutto il processo è la validità del progetto immobiliare, che l'ente pubblico di riferimento può sviluppare autonomamente, in collaborazione con privati o determinare sulla base di gare che puntino all'ottimizzazione dei progetti stessi. In tale ottica la struttura del "sistema integrato dei fondi" rappresenta oggi la modalità più efficace ed efficiente con cui realizzare i progetti di valorizzazione.

Ad esempio, le autonomie locali con importanti patrimoni immobiliari da valorizzare potranno evitare strumenti oggi non efficaci (come le aste pubbliche) e, attraverso i fondi di investimento cui apporteranno i propri beni, potranno ottenere i seguenti benefici:

- 1 l'ente pubblico potrà mantenere la *leadership* dell'operazione nella fase di promozione e una capacità di partecipare a scelte strategiche di investimento attraverso opportuni strumenti di *governance*;
- 2 la pianificazione e la gestione del processo di valorizzazione sarà affidata a soggetti specializzati e con le adeguate competenze utili a ridurre i costi di gestione e manutenzione e ad incrementare i flussi di cassa;
- 3 il fondo locale beneficerà delle risorse finanziarie che possono arrivare dai fondi nazionali istituiti da Invimit Sgr, favorendo in questo modo l'ulteriore aggregazione di altri soggetti interessati;
- 4 il fondo è uno strumento molto flessibile e adattabile alle esigenze specifiche del territorio; il regolamento del fondo potrà prevedere specifiche previsioni operative nel rispetto dell'interesse pubblico;
- 5 le quote del fondo non impatteranno sul patto di stabilità;
- 6 il fondo è uno strumento molto efficace per coinvolgere ed aggregare soggetti diversi, dalla pubblica amministrazione ai soggetti privati;
- 7 gli enti territoriali mettono a disposizione beni immobili senza impiegare risorse finanziarie per investimenti di valorizzazione funzionale, rifunzionalizzazione, rigenerazione e costruzione di nuovi beni;
- 8 gli enti promotori beneficiano (attraverso la valorizzazione delle quote) degli incrementi di valore dovuti al processo di valorizzazione;
- 9 maggiore velocità ed efficienza nel processo di realizzo/vendita delle quote;
- 10 garanzia costante di trasparenza e correttezza della gestione del fondo, grazie alla rigorosa vigilanza delle Autorità preposte.

3. I canali di selezione dei Fondi Obiettivo

3.1 Le tipologie dei fondi Obiettivo

Nel rispetto dell'art. 33, comma 1⁸, del Decreto Legge 98/2011, il Fondo *i3-Core* gestito da Invimit Sgr è un fondo di fondi che, per il tramite del Comparto Territorio, investe nei Fondi Obiettivo, cioè in quote di fondi di investimento immobiliari chiusi “promossi o partecipati” da regioni, provincie e comuni, anche in forma consorziata o associata, altri enti pubblici, ovvero società interamente partecipate dai predetti enti (i **Soggetti Pubblici** o, singolarmente, il **Soggetto Pubblico**), al fine di valorizzare o dismettere il loro patrimonio immobiliare.

Il successivo comma 2 del citato art. 33⁹ chiarisce che ai Fondi Obiettivo “possono essere apportati a fronte dell'emissione di quote del fondo medesimo, ovvero trasferiti, beni immobili e diritti reali immobiliari”. Tali apporti o trasferimenti devono avvenire “sulla base di progetti di utilizzo o di valorizzazione ap-

provati con delibera dell'organo di governo dell'ente, previo esperimento di procedure di selezione della Società di gestione del risparmio tramite procedure di evidenza pubblica”.

Peraltro, possono “presentare proposte di valorizzazione anche soggetti privati secondo le modalità di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163” (cfr. comma 2 dell'art. 33 citato).

Da quanto sopra si desume che sono eleggibili all'investimento del Fondo *i3-Core* non solo i fondi promossi dagli enti locali e dagli altri enti pubblici, ma anche quelli nati dall'iniziativa privata e semplicemente partecipati dai Soggetti Pubblici a valle dell'approvazione di un progetto di utilizzo o valorizzazione.

Il dato normativo è particolarmente importante perché evidenzia la forte flessibilità delle linee di azione dei nuovi veicoli finanziari finalizzati ad incrementare il valore economico e sociale del patrimonio immobiliare pubblico.

⁸ Ai sensi del Decreto Legge 98/2011, articolo 33, comma 1: “Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze è costituita una società di gestione del risparmio avente capitale sociale pari ad almeno un milione di euro per l'anno 2012, per l'istituzione di uno o più fondi d'investimento al fine di partecipare in fondi d'investimento immobiliari chiusi promossi o partecipati da regioni, provincie, comuni anche in forma consorziata o associata ai sensi del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, ed altri enti pubblici ovvero da società interamente partecipate dai predetti enti, al fine di valorizzare o dismettere il proprio patrimonio immobiliare disponibile. Per le stesse finalità di cui al primo periodo è autorizzata la spesa di 6 milioni di euro per l'anno 2013. La pubblicazione del suddetto decreto fa luogo ad ogni adempimento di legge. Il capitale della società di gestione del risparmio di cui al primo periodo del presente comma è detenuto interamente dal Ministero dell'economia e delle finanze, fatto salvo quanto previsto dal successivo comma 8-bis. I fondi istituiti dalla società di gestione del risparmio costituita dal Ministro dell'economia e delle finanze partecipano a quelli di cui al comma 2 mediante la sottoscrizione di quote da questi ultimi offerte su base competitiva a investitori qualificati al fine di conseguire la liquidità necessaria per la realizzazione degli interventi di valorizzazione. I fondi istituiti dalla società di gestione del risparmio costituita dal Ministro dell'economia e delle finanze ai sensi del presente comma investono anche direttamente al fine di acquisire immobili in locazione passiva alle pubbliche amministrazioni. Con successivo decreto del Ministro dell'economia e delle finanze possono essere stabilite le modalità di partecipazione del suddetto fondo a fondi titolari di diritti di concessione o d'uso su beni indisponibili e demaniali, che

prevedano la possibilità di locare in tutto o in parte il bene oggetto della concessione”.

⁹ Ai sensi del Decreto Legge 98/2011, articolo 33, comma 2: “[a]i fondi comuni di investimento immobiliare promossi o partecipati da regioni, provincie, comuni anche in forma consorziata o associata ai sensi del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, ed da altri enti pubblici ovvero da società interamente partecipate dai predetti enti, ai sensi del comma 1 possono essere apportati a fronte dell'emissione di quote del fondo medesimo, ovvero trasferiti, beni immobili e diritti reali immobiliari, con le procedure dell'articolo 58 del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, nonché quelli trasferiti ai sensi del decreto legislativo 28 maggio 2010, n. 85. Tali apporti o trasferimenti devono avvenire sulla base di progetti di utilizzo o di valorizzazione approvati con delibera dell'organo di governo dell'ente, previo esperimento di procedure di selezione della Società di gestione del risparmio tramite procedure di evidenza pubblica. Possono presentare proposte di valorizzazione anche soggetti privati secondo le modalità di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163. Nel caso dei beni individuati sulla base di quanto previsto dall'articolo 3, comma 3, del decreto legislativo 28 maggio 2010, n. 85, la domanda prevista dal comma 4, dell'articolo 3 del citato decreto legislativo può essere motivata dal trasferimento dei predetti beni ai fondi di cui al presente comma. È abrogato l'articolo 6 del decreto legislativo 28 maggio 2010, n. 85. I soggetti indicati all'articolo 4, comma 1 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, possono apportare beni ai suddetti fondi”.

In altri termini, il Fondo Obiettivo può essere, alternativamente:

- promosso dal Soggetto Pubblico mediante la preventiva selezione di una società di gestione del risparmio (la **Sgr**) che, predisposto il regolamento, istituisca il fondo destinato a ricevere i beni immobiliari pubblici tramite apporto e/o eventualmente anche vendita¹⁰;
- partecipato previa selezione da parte del Soggetto Pubblico – a seguito di un progetto di valorizzazione o utilizzo approvato dal Soggetto Pubblico, anche su iniziativa del privato - tra fondi promossi e istituiti ad iniziativa privata, già avviati e operativi, o meno (anche inclusivi di altri *assets* già in portafoglio, pubblici o meno), al fine di sottoscrivere quote dello stesso (in altri termini, per parteciparvi) attraverso l'apporto degli immobili che si intendono valorizzare.

Resta ferma in tale caso la possibilità di prevedere anche la cessione di parte del portafoglio immobiliare al medesimo Fondo Obiettivo¹¹.

Deve ritenersi, in altri termini, che la dizione “*promossi o partecipati*” contenuta nel dettato normativo, per come successivamente articolato, intenda ricomprendere nell'ambito delle

opzioni di intervento del Fondo *i3-Core*:

(i) i Fondi Obiettivo promossi per iniziativa dei Soggetti Pubblici, per la realizzazione di progetti di utilizzo o di valorizzazione, anche laddove - come emerge dal dato normativo - il Soggetto Pubblico interessato si limiti a promuovere il Fondo Obiettivo e, quindi, non intenda mantenere - a regime - una partecipazione nel medesimo¹².

Il Soggetto Pubblico promotore, infatti, potrebbe intervenire anche solo quale venditore del patrimonio immobiliare pubblico interessato dal progetto di utilizzo o di valorizzazione; e

(ii) tutti quei Fondi Obiettivo che, nascendo per iniziativa privata, presentino a regime una partecipazione pubblica, anche ridotta¹³, e abbiano fra le finalità, potenzialmente anche non esclusive, lo sviluppo di un progetto di utilizzo o valorizzazione di un portafoglio immobiliare pubblico.

Quindi, in termini generali, restano al di fuori del perimetro di investimento del Fondo *i3-Core* solo quei fondi nati dall'iniziativa privata e partecipati esclusivamente da privati che comprino immobili pubblici al di fuori di un piano di utilizzo o di valorizzazione approvato da un Soggetto Pubblico (come indicato nel citato comma 2 dell'articolo 33)¹⁴.

¹⁰ L'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011 prevede la partecipazione del Fondo *i3-Core* a fondi promossi o partecipati da soggetti pubblici. Pertanto, nell'ipotesi in cui il Soggetto Pubblico si limiti solo a vendere gli immobili ad un fondo, non promosso né partecipato dal predetto o da altro Soggetto Pubblico, ricevendone un corrispettivo in ottica meramente dismissoria, sembrano non sussistere i presupposti per l'investimento del Fondo *i3-Core*.

¹¹ A seconda che nel Fondo Obiettivo, istituito ad iniziativa privata o pubblica, sia o meno presente *equity* o indebitamento aggiuntivo rispetto a quello strettamente necessario per i lavori di valorizzazione del portafoglio, potranno ipotizzarsi diversi equilibri fra la componente di detto portafoglio apportata dal Soggetto Pubblico (dietro il riconoscimento di quote del Fondo Obiettivo) e quella dal medesimo ceduta (dietro il pagamento del relativo valore di mercato). Si veda al riguardo il successivo paragrafo 4.

¹² Per il caso di apporto, merita rilevare che il comma 4 del citato art. 33 prevede che “[f]ino a quando la valo-

rizazione dei beni trasferiti al fondo non sia completata, secondo le valutazioni effettuate dalla relativa Sgr, i soggetti apportanti non possono alienare la maggioranza delle quote del Fondo”. Al riguardo, appare coerente con le finalità della normativa un percorso che a fronte dell'apporto iniziale, consenta la dismissione della maggioranza delle quote rivenienti dall'apporto al momento del completamento dell'iter urbanistico di variante, ove occorrente, laddove sufficiente, a giudizio della Sgr (e sulla base delle valutazioni svolte), a consentire la presa di valore dei beni.

¹³ In questo senso, sembrerebbe rispondere al dettato normativo anche il mantenimento, a regime, da parte del Soggetto Pubblico, di una percentuale ridotta di partecipazione.

¹⁴ In tali ipotesi, la finalità del Soggetto Pubblico sembrerebbe poter essere, infatti, esclusivamente liquidatoria, senza che la dismissione immobiliare sia qualificata dall'esistenza di un progetto di interesse pubblico da realizzare sul portafoglio immobiliare interessato, tale da giustificare l'intervento del Fondo *i3-Core*. Del resto, l'ar-

3.2. Breve inquadramento della procedura di selezione delle Sgr e dei Fondi Obiettivo

I canali di attivazione dei Fondi Obiettivo sono subordinati a procedure amministrative anche diverse tra loro e possono sviluppare un differente approccio al partenariato tra pubblica amministrazione e competenze private.

In linea generale, la procedura di selezione dei fondi immobiliari (e, per essi, delle Sgr) da parte dei Soggetti Pubblici non è disciplinata in modo specifico dalla normativa esistente.

Non risulta ad oggi ancora sviluppata alcuna giurisprudenza puntuale al riguardo, rinvenendosi unicamente due pronunce dell'Autorità di Vigilanza dei Contratti Pubblici (l'**AVCP**)¹⁵, secondo cui la selezione della Sgr non può ricondursi ad una prestazione di servizi finanziari esclusi dall'applicazione del d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163 (il **Codice dei Contratti Pubblici** o il **Codice**). Tali pronunce hanno, invece, evidenziato la necessità che la Sgr venga selezionata attraverso una "*procedura ad evidenza pubblica*"¹⁶, tanto nel caso in cui sia richiesta l'istituzione di un nuovo fondo, quanto nel caso in cui questo sia già stato istituito e

sia selezionato per l'apporto degli immobili da valorizzare.

Assunta la non riconducibilità dei rapporti tra Soggetto Pubblico e Sgr nel novero dei servizi finanziari esclusi dall'applicazione del Codice dei Contratti Pubblici, occorre chiarire se l'assoggettamento alle "*procedure ad evidenza pubblica*" determini, nel caso di specie, l'integrale applicazione del Codice (ipotesi che potrebbe implicare la ricostruzione della fattispecie in termini di appalto pubblico di servizi, sebbene la prassi ha riconosciuto anche la possibilità di rifarsi alle previsioni del Codice in materia di concessione di servizi) o, invece, se la procedura di selezione della Sgr sia, per così dire, libera nella forma, con l'obbligo tuttavia dell'evidenza pubblica per assicurare trasparenza e buona amministrazione.

A tal fine è necessario procedere - seppur brevemente - ad un inquadramento sistematico della natura dei rapporti che si instaurano tra Sgr, fondo e soggetto apportante (nel caso, il Soggetto Pubblico) nell'ottica di ricondurle alle categorie delle procedure ad evidenza pubblica.

Ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lett. j) e k)

articolo 33 richiede che il Fondo Obiettivo sia promosso o perlomeno partecipato dal Soggetto Pubblico, circostanze che non ricorrono nel caso di fondo promosso dal privato e non partecipato dal Soggetto Pubblico che, in ipotesi, si limiti a vendere gli immobili al fondo.

¹⁵ Nel primo caso (parere 4 ottobre 2009) era stato chiesto all'AVCP di esprimersi in merito alla riconducibilità del servizio di gestione di un fondo immobiliare da parte di una Sgr alla categoria dei servizi finanziari (in particolare consistente nell'emissione, nell'acquisto, nella vendita e nel trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari) e, conseguentemente, sull'esclusione della fattispecie dall'applicazione del Codice dei Contratti (secondo quanto previsto dall'art. 19 del medesimo Codice dei Contratti).

Con deliberazione n. 81 del 7 ottobre 2009, l'AVCP si è pronunciata, invece, in merito alla vicenda relativa alla costituzione del Fondo Monteluca da parte della Regione Umbria. Anche in questo caso, l'AVCP ha evidenziato che i servizi svolti dalla Sgr sono abbastanza eterogenei e solo in parte riconducibili ai servizi finanziari "esclusi" di cui all'art. 19, lett. d), del d. lgs. 12 aprile 2006, n. 163, ritenendo "*che è opportuno condurre la procedura di selezione della Sgr secondo le regole dell'evidenza pubblica (in primis con pubblicazione di un bando)*".

¹⁶ L'AVCP non specifica - anche perché la questione non era oggetto della richiesta di parere - se la selezione della Sgr sia o meno soggetta all'integrale applicazione del Codice dei Contratti Pubblici o se l'unico obbligo sia quello dell'evidenza pubblica.

¹⁷ Come noto, l'art. 33 fa espresso riferimento solo all'investimento del Fondo *i3-Core* in fondi d'investimento, senza menzionare invece le nuove "società di investimento a capitale fisso" (Sicaf) introdotte nel TUF per la citata implementazione della AIFMD. La Sicaf è un Oicr chiuso "*costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*" anche avente gestione esterna affidata ad una Sgr (cfr. lett. i-bis). L'estensione della possibilità di investimento del Fondo *i3-Core* anche a tali schemi di investimento collettivo, costituiti in forma societaria, parrebbe in linea con le finalità dell'art. 33, ma la presenza di talune peculiarità operative e qualificatorie rende auspicabile un chiarimento legislativo volto a ricomprendere tali schemi di investimento fra quelli eleggibili ai sensi del 33 e, ove possibile, anche a chiarire la natura delle procedure di evidenza pubblica in tal caso applicabili, specialmente con riferimento alle SICAF eventualmente esistenti e già partecipate da sog-

del TUF, come modificato - dal 9 aprile 2014 - per il recepimento della direttiva 2011/61/UE (la AIFMD), il fondo comune d'investimento¹⁷ è l'organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr) istituito "in forma di patrimonio autonomo" "per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata".

Il medesimo TUF chiarisce anche che il fondo comune di investimento è gestito, in conformità alla legge e al regolamento del fondo, dalla Sgr che lo ha istituito o dalla Sgr subentrata nella gestione, che agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario e ricevendo, quale compenso per l'attività prestata, commissioni di gestione trattenute dalla stessa Sgr a valere sul patrimonio del fondo gestito¹⁸.

Il "rapporto di partecipazione" al fondo comune di investimento dei partecipanti allo stesso, realizzabile - nei fondi immobiliari - attraverso la sottoscrizione delle quote del fondo per cassa (e, quindi con versamento in denaro)

o anche mediante apporto di asset immobiliari, è disciplinato dal regolamento del fondo.

Quanto sopra delinea i contorni di un rapporto complesso, differentemente configurabile in ottica amministrativa in ragione delle concrete prestazioni alle quali la Sgr è tenuta e dell'elemento di prevalenza che caratterizza, nel singolo caso concreto, l'operazione rilevante, fermo restando che l'apporto (o il trasferimento) da parte del Soggetto Pubblico degli immobili al Fondo Obiettivo debba in ogni caso avvenire, ai sensi dell'art. 33, comma 2 del Decreto Legge 98/2011, sulla base "di progetti di utilizzo o di valorizzazione approvati con delibera dell'organo di governo dell'ente, previo esperimento di procedure di selezione della Società di gestione del risparmio tramite procedure di evidenza pubblica".

Per un primo profilo, difatti, può rilevare la circostanza che a fronte dell'apporto di immobili ad un fondo immobiliare, l'apportante (nel caso, il Soggetto Pubblico) riceva quote di partecipazione al fondo parametricate al valore del patrimonio apportato, sulla base della valutazione di un esperto indipendente. Questo aspetto che, come si vedrà, non è l'unico, né necessariamente il più rilevante, della complessa fattispecie in esame, sembra presentare maggiori analogie con i contratti associativi¹⁹ piuttosto che con la figura dell'appalto di servizi²⁰.

getti privati. Analogo ragionamento e conclusioni potrebbero peraltro svolgersi con riferimento agli OICR esteri immobiliari ricompresi nell'ambito di applicazione della AIFMD.

¹⁸ In particolare, le commissioni di gestione sono espressamente previste dal Regolamento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 fra le voci di spesa che possono essere imputate ai fondi, in quanto "di stretta pertinenza dello stesso o strettamente funzionali all'attività ordinaria del fondo ovvero previste da disposizioni legislative o regolamentari".

¹⁹ Cfr. articoli 2342 e 2343 (in materia di conferimenti in S.p.A.) e articoli 2464 e 2465 (in materia di conferimenti in S.r.l.) del Codice Civile. Come è noto, nel diritto societario il conferimento è l'operazione mediante la quale un soggetto (conferente) apporta beni o diritti a titolo di capitale in una società (conferitaria) ricevendo in cambio azioni o quote rappresentanti il capitale sociale della conferitaria stessa. Come rilevato dal Consiglio Nazionale del Notariato Studio n. 90-2012/1 "ci si trova dun-

que di fronte all'esercizio di un'attività non gestita direttamente da coloro che forniscono i mezzi per lo svolgimento della stessa (gli investitori), analogamente a quanto accade, certamente con modalità eterogenee, in una pluralità di vicende, a cominciare da quella della società azionaria, nella quale però, almeno in linea di principio, coloro che partecipano del rischio di impresa (i soci) sono chiamati ad individuare periodicamente i soggetti cui è affidata la gestione (gli amministratori). Vi sono tuttavia casi nei quali tale facoltà non è concessa (si pensi alla posizione assunta dagli azionisti di risparmio o da altri azionisti privi del diritto di voto) e per i quali appare quindi minore la distanza rispetto all'assetto di interessi che si delinea nei fondi di investimento".

²⁰ Ai sensi dell'art. 1655 c.c. "l'appalto è il contratto col quale una parte assume, con organizzazione dei mezzi necessari e con gestione a proprio rischio, il compimento di un'opera o di un servizio verso un corrispettivo in denaro". Nel contratto d'appalto, il legislatore ha specificato che l'obbligazione principale del committente

Sotto un secondo profilo, il fatto che la commissione di gestione benché a carico del fondo e non dell'apportante, sia suscettibile di incidere sul valore della quota e, quindi, ancorché indirettamente, sull'apportante (per cui costituisce un costo indiretto) può fornire elementi nel senso della ricostruzione della fattispecie in termini di appalto di servizi. E ciò posto che a fronte del servizio prestato dalla Sgr al fondo (e, per il suo tramite, ai quotisti) la stessa percepisce un compenso che, in via di ultima istanza (e con qualche semplificazione) può dirsi a carico dei quotisti.

Sotto un terzo profilo, vi è, poi, un altro aspetto che merita di essere tenuto in considerazione: con l'apporto la titolarità dei beni viene trasferita al fondo, circostanza che introduce nella fattispecie anche elementi riconducibili alla compravendita.

Da ultimo, l'articolo 33, secondo comma, del Decreto Legge 98/2011, espressamente prevede che possano anche essere i privati interessati all'iniziativa, incluse le Sgr, a presentare al Soggetto Pubblico le "*proposte di valorizzazione*" "*secondo le modalità di cui al Codice*", rinviando così anche per la selezione delle Sgr e dei Fondi Obiettivo alle procedure di selezione delineate dal Codice per la finanza di progetto.

Al di là dei profili di ricostruzione del rapporto di partecipazione al fondo di cui si è appena detto e a cui si farà riferimento nei seguenti paragrafi, l'elemento discriminante per l'individuazione delle modalità di selezione delle Sgr e dei Fondi Obiettivo, sembra come anticipato potersi individuare nel progetto di utilizzo e valorizzazione o, meglio, nell'iniziativa

della sua elaborazione.

3.2.1 Progetto di valorizzazione del Soggetto Pubblico

Qualora sia il Soggetto Pubblico ad elaborare, di propria iniziativa, il "*progetto di utilizzo e di valorizzazione*" (sia nell'ipotesi in cui intenda promuovere il fondo e parteciparvi, sia nell'ipotesi in cui intenda solo promuoverlo o solo parteciparvi), la selezione avrà ad oggetto l'individuazione della Sgr/fondo che quel progetto porti a termine, ponendo a base della procedura il progetto di valorizzazione che - in linea di fatto - la Sgr/fondo dovrà obbligarsi a realizzare.

Sul piano degli esiti applicativi, quanto meno in via precauzionale, sembra potersi ritenere prevalente in tal caso la componente dell'appalto di servizi e, quindi, rileverebbe l'applicazione della disciplina dell'appalto di servizi di cui al Codice: dal punto di vista amministrativo, la Sgr/fondo si obbligherà, nei confronti del Soggetto Pubblico a realizzare il progetto di valorizzazione posto a gara e ad eseguire il servizio richiesto.

Peraltro, il bando di gara potrà richiedere, nell'ambito dell'offerta tecnica - anche proposte migliorative del progetto di valorizzazione posto a base di gara, che saranno oggetto di attribuzione di punteggi sulla base di criteri predeterminati.

3.2.2 Progetto di valorizzazione del Privato

Diversa è l'ipotesi in cui il "*progetto di utilizzo o valorizzazione*" sia proposto²¹ dal privato.

Il legislatore ha fatto rinvio alle "*modalità*" di cui al Codice, ma non ne ha richiamato -

consiste nel pagamento, in favore dell'appaltatore, di un corrispettivo in denaro. Circostanza che, nel caso di apporto di beni immobili ad un fondo ricorre, come si avrà modo di illustrare in seguito, in modo indiretto.

²¹ Ricordiamo che, in base al Codice dei Contratti Pubblici, la possibilità di formulare proposte da parte dei privati si rinvia nelle ipotesi di finanza di progetto per le concessioni di lavori pubblici (articolo 153), per il *leasing* in costruendo (articolo 153) per le concessioni di servizi pubblici (articolo 278 Regolamento). L'articolo 278 del

Regolamento definitivamente chiarisce l'applicabilità della disciplina della finanza di progetto, in quanto compatibile, anche alle concessioni di servizi sia sotto il profilo del reperimento delle risorse, sia al fine di ottenere soluzioni organizzative più innovative, anche in relazione agli aspetti tecnici.

²² La selezione di una Sgr non ha, infatti, i caratteri dell'appalto pubblico di lavori e non è necessariamente detto che la Sgr debba gestire l'opera (nel caso, il bene) nel senso previsto dal Codice.

per l'evidente diversità dei presupposti²² - l'integrale disciplina. In sostanza, il richiamo deve intendersi effettuato unicamente alle modalità, quindi alle procedure, di scelta, posto che le caratteristiche della dismissione e/o valorizzazione del patrimonio pubblico di cui all'articolo 33 non sono riconducibili integralmente alle ipotesi in cui nel Codice si prevede la proposta da parte del privato, vale a dire le ipotesi di concessioni di costruzione e gestione, di concessione di servizi ovvero di *leasing* in costruendo.

In sostanza, il legislatore ha voluto consentire ai Soggetti Pubblici di avvalersi dell'esperienza maturata e delle analisi sviluppate dai privati, secondo procedure modellate su quelle della finanza di progetto (cfr. articolo 153, comma 19, del Codice). Tale disposizione implica - in analogia con quanto previsto dal Codice e dal Regolamento in materia di finanza di progetto nei lavori e nei servizi pubblici - la possibilità che al promotore sia concesso il diritto di prelazione²³ e del rimborso delle spese affrontate al fine di incentivare la propensione dei privati ad investire risorse nella predisposizione del progetto di valorizzazione e, più in generale, anche nella strutturazione dell'operazione di apporto consentendo allo stesso di esercitare il diritto di prelazione e rivendicare a sé l'aggiudicazione della gara adeguando la propria offerta a quella del concorrente vincente.

3.2.3 Apporto per adesione a progetto di valorizzazione tipizzato

Occorre, poi, esaminare anche l'ipotesi in cui vi sia un Soggetto Pubblico che si limiti ad apportare²⁴ un immobile ad un Fondo Obiettivo già partecipato o promosso da altri Soggetti Pubblici. In tal caso, l'apporto configura una sostanziale adesione dell'apportante alle strategie di valorizzazione che contraddistinguono il fondo, da cui la prevalenza del rapporto associativo rispetto alla prestazione di servizi vera e propria.

Non si avrebbe, cioè, la prevalenza del servizio che deve essere espletato dalla Sgr quanto la prevalenza dell'adesione ad un progetto di investimento.

Risulta, dunque, prevalente, nella fattispecie in esame, l'interesse delle parti al conseguimento di uno scopo comune condiviso (valorizzazione e futura dismissione) attraverso una collaborazione che trova esplicitazione, nella fase finale del rapporto, in termini di partecipazione ai risultati della collaborazione.

Ne deriva che - in punto di procedure per l'individuazione del fondo - possono costituire utile punto di riferimento le disposizioni in materia di scelta del socio privato nelle società miste²⁵, che impongono certamente il ricorso all'evidenza pubblica²⁶, ma non anche l'integrale applicazione del Codice.

²³ Cfr. Corte di Giustizia CE, 21 febbraio 2008, causa C-412/04, intervenuta sul ricorso della Commissione Europea in merito all'illegittimità delle norme nazionali di disciplina del p.f. (artt. 37 bis e ss. della legge Merloni) e successivamente in relazione agli articoli 152 e seguenti del Codice dei Contratti Pubblici, in tema di diritto di prelazione nella finanza di progetto. Dette censure sono state ritenute irricevibili dalla Corte di Giustizia in quanto la Commissione, "nell'ambito di questa censura, non indica quali di queste Direttive e/o disposizioni del Trattato la Repubblica Italiana avrebbe precisamente violato commettendo asseritamente una violazione del principio di parità di trattamento".

²⁴ L'ipotesi è quella di un Soggetto Pubblico che non abbia un portafoglio da dismettere tale da richiedere un progetto di valorizzazione e di dimensioni troppo ridotte

per ipotizzare un fondo *ad hoc* e che cionondimeno voglia dismetterlo per apportarlo a un Fondo Obiettivo le cui caratteristiche siano compatibili con i *desiderata* del Soggetto Pubblico, anche al fine di trarre utilità dalla valorizzazione finale degli altri immobili conferiti al portafoglio del Fondo Obiettivo, che può essere utilmente realizzata anche attraverso la liquidità o i flussi di cassa derivanti da detti immobili.

²⁵ Cfr. articoli 113 e ss. d.lgs. n. 267/2000.

²⁶ Secondo giurisprudenza, il modulo operativo della società mista ha i caratteri propri non soltanto del contratto associativo ma anche del contratto di scambio, implicante scelte di tipo concorsuale, in considerazione del fatto che il socio privato espleta attività di gestione del servizio, rispetto alle quali lo strumento della gara si

3.2.4 Vendita anche in assenza di progetto di valorizzazione approvato dal Soggetto Pubblico

Da ultimo, per scrupolo, va esaminata l'ipotesi di vendita anche in assenza di un progetto di valorizzazione approvato dal Soggetto Pubblico.

Nell'ipotesi in cui il bene sia venduto a un fondo non promosso né partecipato da un Soggetto Pubblico (anche diverso da quello che procede alla vendita rilevante), la fattispecie esula dal campo di applicazione dell'articolo 33²⁷.

In ogni caso, anche nell'ipotesi in cui il bene venga venduto ad un Fondo Obiettivo (e, dunque, promosso o partecipato da altri Soggetti Pubblici e potenzialmente eleggibile alla partecipazione del Fondo i3-Core) la fattispecie si configura - per il Soggetto Pubblico venditore (che non ha approvato un progetto di valorizzazione) quale semplice vendita²⁸, in relazione alla quale troveranno applicazione

differenti normative in base alla natura del Soggetto Pubblico.

In particolare, Comuni e Province potranno avvalersi della disposizione di cui all'articolo 12 della legge 127/1997 (ancorché sempre nel rispetto dell'evidenza pubblica²⁹).

In particolare, tale norma prevede che *"i comuni e le province possono procedere alle alienazioni del proprio patrimonio immobiliare anche in deroga alle norme di cui alla legge 24 dicembre 1908, n. 783 e successive modificazioni, ed al regolamento approvato con regio decreto 17 giugno 1909, n. 454 e successive modificazioni, nonché alle norme sulla contabilità generale degli enti locali, fermi restando i principi generali dell'ordinamento giuridico contabile. A tal fine sono assicurati criteri di trasparenza e adeguate forme di pubblicità per acquisire e valutare concorrenti proposte di acquisto, da definire con regolamento dell'ente interessato"*.

Rimane, invece, ferma per le pubbliche am-

pone quale garanzia di imparzialità ed affidabilità.

²⁷ Il quale, lo si ricorda, prevede che il Fondo i3-Core possa investire in fondi "promossi o partecipati" dai Soggetti Pubblici.

²⁸ Cfr. AVCP (Deliberazione n. 81 Adunanza del 7 Ottobre 2009), secondo cui *"il conferimento di immobili ad un Fondo immobiliare è un modo alternativo all'alienazione classica per dismettere il patrimonio immobiliare pubblico; l'alienazione classica"*. La deliberazione procede, poi, ad un più articolato esame della fattispecie, riconosce la sussistenza di elementi tipici dell'appalto di servizi ed esclude che la selezione della Sgr rientri nell'affidamento dei servizi finanziari esclusi dall'applicazione del Codice ai sensi dell'articolo 19 del Codice.

²⁹ Cfr. Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato (AGCM) AS1029 – Città di Trezzo sull'Adda - Gestione ed alienazione degli immobili di proprietà comunale. L'AGCM ha stigmatizzato il regolamento del comune di Trezzo sull'Adda il cui articolo 9 prevedeva che *"è sempre ammessa la trattativa privata in caso di cessione a favore di altro ente pubblico o società partecipata a prevalente capitale pubblico locale, fondazioni, associazioni, Onlus ed enti ecclesiastici"*. Secondo l'AGCM *"tale previsione presenta dei profili distorsivi della concorrenza laddove consente l'acquisto degli immobili comunali da parte di taluni soggetti esclusivamente sulla base della veste giuridica scelta per svolgere la loro attività. È, infatti, noto che la nozione di impresa adottata ai sensi del diritto della concorrenza è ampia ed è funzionalmente*

orientata a ricomprendere anche gli enti indicati dal regolamento, laddove esercitano un'attività volta alla prestazione di beni e servizi e in presenza di particolari condizioni. Ciò implica che una disposizione come quella sopra richiamata è astrattamente idonea a pregiudicare la concorrenza poiché attribuisce al comune la facoltà di vendere a un ente attivo sul mercato un bene pubblico senza garantire un confronto competitivo, attribuendogli così un ingiustificato vantaggio competitivo".

Si veda, inoltre, Consiglio di Stato, 19 maggio 2008, n. 2280 per il quale *"la non riconducibilità di una procedura ad evidenza pubblica agli schemi tipologici del «codice dei contratti» (ed alla pertinente normativa comunitaria di riferimento) non incide sulla soggiacenza a principi di evidenza pubblica valevoli, alla stregua di un principio comunitario da ultimo recepito con il «codice dei contratti», per tutte le attività contrattuali della pubblica amministrazione pur se non soggette a disciplina puntuale di stampo nazionale o di derivazione europea. Ciò, in ossequio ai principi del trattato in tema di tutela della concorrenza valevoli anche al di là dei confini tracciati da direttive specifiche in quanto tesi ad evitare restrizioni ingiustificate e sproporzionate alla regola generale della libertà di competizione (Cons. Stato, sez. VI, 10 gennaio 2007, n. 30, id., Rep. 2007, voce Contratti pubblici, n. 426)"*. Si veda, sul punto, anche T.a.r. Umbria, 04 maggio 2012, n. 165, per il quale *«la regola del procedimento di evidenza pubblica si impone ogni volta che l'attività amministrativa comporti il trasferimento di risorse pubbliche, e dunque anche nel caso di contratti attivi (da cui*

ministrazioni diverse da comuni e province la disciplina generale di cui alla legge 24 dicembre 1908, n. 783 e al regolamento approvato con regio decreto 17 giugno 1909, n. 454 (che prevedono l'asta pubblica), per le pubbliche amministrazioni diverse dalle province e dai comuni.

3.3 Analisi delle singole procedure

Come sopra anticipato, le procedure di selezione dei Fondi Obiettivo esistenti ovvero di istituzione da parte dei Soggetti Pubblici di Fondi Obiettivo³⁰ possono articolarsi sulla base, sostanzialmente, di quattro diversi percorsi.

3.3.1 Progetto di Valorizzazione del Soggetto Pubblico

Le procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici di servizi sono delineate dall'articolo 54 del Codice, in base al quale *"per l'individuazione degli operatori economici che possono presentare offerte per l'affidamento di un contratto pubblico, le stazioni appaltanti utilizzano le procedure aperte, ristrette³¹, negoziate³², ovvero il dialogo competitivo³³".*

Peraltro, in base al successivo articolo 55, comma 2, *"le stazioni appaltanti utilizzano di preferenza le procedure ristrette quando il contratto non ha per oggetto la sola esecuzione, o quando il criterio di aggiudicazione è quello dell'offerta economicamente più vantaggiosa".*

Nel caso della scelta di una Sgr al fine della valorizzazione del patrimonio pubblico, deve escludersi - per le ragioni già evidenziate - che si possa parlare di *"sola esecuzione"* e, peraltro, in considerazione di tutti gli elementi rilevanti ai fini dell'aggiudicazione, il criterio necessariamente è quello dell'offerta economicamente più vantaggiosa.

Nelle procedure ristrette, a valle della pubblicazione del bando di gara, gli operatori interessati possono presentare domanda di partecipazione: solo gli operatori invitati³⁴ possono poi presentare l'offerta. Va da sé che le stazioni appaltanti non possono invitare operatori economici che non hanno chiesto di partecipare, o candidati che non hanno i requisiti richiesti.

Nelle procedure ristrette vi è una fase preliminare, che ha i momenti salienti nella pub-

ciò derivi un'entrata per l'amministrazione), come è nel caso di contratto di affitto".

³⁰ Sulla base della prassi maggioritaria, la procedura di promozione e istituzione dei Fondi Obiettivo avviene sulla base dell'integrale applicazione della disciplina del Codice dei Contratti in materia di appalti di servizi. Tale scelta si spiega con la necessità, per il soggetto pubblico, di individuare un fondo ritagliato su misura, sulla base di esigenze specifiche e predeterminate, già oggetto di puntuale istruttoria.

In tale caso, pur non essendo esclusa la possibilità di ricorso ad altre modalità di scelta della Sgr, ferma restando l'evidenza pubblica, la scelta dell'applicazione integrale della disciplina del Codice dei Contratti trova giustificazione nella necessità di seguire un *iter* proceduralizzato e rigoroso che muove dalla considerazione che, sul mercato, non vi siano 'prodotti' (cioè fondi esistenti) in grado di soddisfare l'interesse del soggetto pubblico. In ogni caso, anche se effettuata attraverso il ricorso al mercato, la procedura per l'istituzione di un fondo è usualmente più lunga rispetto all'investimento in un fondo esistente.

³¹ Articolo 3, comma 38 del Codice: *"le procedure ristrette sono le procedure alle quali ogni operatore economico può chiedere di partecipare e in cui possono presentare*

un'offerta soltanto gli operatori economici invitati dalle stazioni appaltanti, con le modalità stabilite dal Codice".

³² Alle procedure negoziate può farsi ricorso unicamente nei casi espressamente previsti. In particolare, l'articolo 56 del Codice stabilisce che - con riguardo agli appalti di servizi - si può utilizzare una procedura negoziata con pubblicazione del bando di gara nei casi di offerte inammissibili o irregolari nell'ambito di una precedente procedura aperta o ristretta. Ai sensi del successivo articolo 57, la procedura negoziata senza pubblicazione del bando di gara riguarda unicamente le ipotesi di (i) gara andata deserta; (ii) ragioni di natura tecnica o artistica ovvero attinenti alla tutela di diritti esclusivi che impongono che il contratto possa essere affidato unicamente ad un operatore economico determinato; (iii) nella misura strettamente necessaria, quando l'estrema urgenza, risultante da eventi imprevedibili per le stazioni appaltanti, non è compatibile con i termini imposti dalle procedure aperte, ristrette, o negoziate previa pubblicazione di un bando di gara.

³³ Il dialogo competitivo è riferito ad ipotesi di particolare complessità, che si rinvergono nei casi in cui la stazione appaltante [...] non è oggettivamente in grado di specificare l'impostazione giuridica o finanziaria di un progetto.

blicazione del bando di gara³⁵ e nell'invio delle lettere di invito ai candidati in possesso dei requisiti (cfr. Tav. 1a).



Dopo la presentazione delle offerte, si apre la fase successiva, quella relativa alla valutazione delle stesse e alla relativa aggiudicazione (cfr. Tav. 1b).

³⁴ Le stazioni appaltanti, quando lo richieda la difficoltà o la complessità dell'opera, della fornitura o del servizio, possono limitare il numero di candidati idonei che inviteranno a presentare un'offerta, a negoziare, purché vi sia un numero sufficiente di candidati idonei, fermo restando che il numero minimo di candidati non può essere inferiore a dieci.

³⁵ La determinazione a contrarre, attività preliminare alla pubblicazione del bando di gara, dovrà essere preceduta da un'adeguata istruttoria e dovrà contenere l'indicazione delle motivazioni e i vantaggi del ricorso allo strumento del fondo rispetto ad altri strumenti amministrativi; evidenza delle ragioni di pubblico interesse che sottendono la scelta, la verifica, predisposizione e analisi del contratto che sarà concluso con la Sgr; la verifica delle principali caratteristiche economiche dell'operazione, ivi inclusa la sostenibilità economico-finanziaria ed ambientale.

³⁶ Art. 278 regolamento (Finanza di progetto nei servizi): "1. Ai fini dell'affidamento in finanza di progetto di contratti di concessione di servizi, soggetti privati possono presentare proposte che contengono uno studio di fattibilità, una bozza di convenzione, un piano economico-finanziario, asseverato dai soggetti indicati dall'articolo 153, comma 9, del codice, una specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione, nonché l'indicazione degli elementi di cui all'articolo 83, comma 1, del codice e delle garanzie offerte dal promotore all'amministrazione aggiudicatrice. Le proposte indicano, inoltre, l'importo delle spese sostenute per la loro predisposizione, nel limite di cui all'articolo 153, comma 9, ultimo periodo, del codice.

2. Qualora l'amministrazione aggiudicatrice si avvalga della facoltà di cui all'articolo 271, è ammessa la presen-

tazione di proposte con riferimento a servizi non indicati nel programma. Le amministrazioni valutano le proposte entro sei mesi dal loro ricevimento e possono adottare, nell'ambito dei propri programmi, gli studi di fattibilità ritenuti di pubblico interesse; l'adozione non determina alcun diritto del proponente al compenso per le prestazioni compiute o alla gestione dei servizi. Ove le amministrazioni adottino gli studi di fattibilità, si applicano le disposizioni del presente articolo.

3. La fattibilità delle proposte presentate è valutata, da parte delle amministrazioni aggiudicatrici, sotto il profilo della funzionalità, della fruibilità del servizio, della accessibilità al pubblico, del rendimento, del costo di gestione e di manutenzione, della durata della concessione, delle tariffe da applicare, della metodologia di aggiornamento delle stesse, del valore economico del piano e del contenuto della bozza di convenzione; è verificata, altresì, l'assenza di elementi ostativi alla loro realizzazione. In caso di pluralità di proposte, esse vengono valutate comparativamente nel rispetto dei principi di cui all'articolo 30, comma 3, del codice. A seguito della valutazione comparativa è individuato il promotore.

4. Ai fini della scelta del concessionario, le amministrazioni aggiudicatrici procedono ad indire una gara informale ai sensi dell'articolo 30, comma 3, del codice, cui viene invitato anche il promotore, ponendo a base di gara la proposta presentata dallo stesso. Nella fase di scelta del concessionario, il promotore può adeguare la propria proposta a quella giudicata dall'amministrazione più conveniente. In tal caso il promotore risulterà affidatario della concessione. È fatto salvo l'articolo 30, comma 4, del codice.

5. Per tutto quanto non espressamente regolato dal presente articolo si applicano le disposizioni del codice e del

3.3.2 Progetto di Valorizzazione del Soggetto Privato

La presentazione di "*proposte*" è stata stabilita dal legislatore che ha introdotto la possibilità, per i Soggetti Pubblici, di avvalersi dell'iniziativa dei privati con le modalità di cui al Codice.

L'applicazione della disciplina in materia di finanza di progetto deve, tuttavia tenere conto che, nel caso di selezione di una Sgr, non vengono in rilievo lavori pubblici.

Un utile parametro normativo di riferimento è costituito dall'articolo 278³⁶ del DPR 5 ottobre 2010, n. 207 (Regolamento di esecuzione del codice dei Contratti, il "**Regolamento di esecuzione**") che, in attuazione della delega contenuta nell'art. 152, comma 3, del Codice, disciplina l'applicazione della finanza di progetto alla concessione di servizi.

In disparte la riconducibilità della disciplina di selezione della Sgr a tale fattispecie, occorre ricordare che il richiamo normativo effettuato dall'articolo 33 ha ad oggetto unicamente le modalità di selezione previste dal Codice: occorre quindi individuare quali siano le procedure concretamente applicabili in ragione delle specifiche connotazioni della scelta della Sgr.

In tal senso l'articolo 278 del Regolamento sembra appunto avere maggiori affinità con la fattispecie in esame, tenendo presente che lo stesso prevede l'applicabilità delle disposizioni in materia di finanza di progetto nei lavori pubblici in quanto compatibili.

Ciò detto, è importante evidenziare che la proposta del privato può pervenire tanto spontaneamente al Soggetto pubblico, quanto

essere da quest'ultimo sollecitata attraverso forme aventi adeguata pubblicizzazione.

In base alla procedura delineata dall'articolo 278 del Regolamento le proposte devono essere corredate da:

- uno studio di fattibilità del progetto comprensivo di un master plan di massima e dell'analisi costi-benefici del progetto di utilizzo o di valorizzazione³⁷;
- una bozza di contratto che ribadisca gli impegni assunti dal proponente in sede di gara e le correlate posizioni del Soggetto Pubblico;
- un piano economico-finanziario³⁸ comprensivo della indicazione tendenziale del rapporto di massima tra fonti di finanziamento in *equity* e debito;
- una specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione;
- l'indicazione degli elementi di valutazione dell'offerta;
- l'indicazione delle garanzie offerte dal promotore all'amministrazione aggiudicatrice.

In ogni caso, l'elemento principale della proposta deve essere il piano di utilizzo o di valorizzazione.

A questo punto il Soggetto Pubblico deve valutare la fattibilità delle proposte^{39/40/41}.

In caso di pluralità di proposte, esse vengono valutate comparativamente⁴² in modo da garantire la forma più ampia di concorrenza.

Il promotore è individuato a seguito della valutazione comparativa.

regolamento in quanto compatibili.

6. Il presente articolo si applica ai contratti di servizi di cui all'articolo 197, comma 3, del codice".

³⁷ Detta disposizione deve intendersi, ai fini dell'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011 nel senso che la fattibilità comprenda anche il progetto di utilizzo o di valorizzazione.

³⁸ La norma prevede che il piano sia asseverato. Tuttavia in ragione della peculiarità dell'asseverazione relativamente alle fattispecie previste dal Codice è da ritenere che questa disposizione non sia necessariamente da applicare.

³⁹ La norma stabilisce che la valutazione debba avvenire entro sei mesi dal ricevimento, termine che risulta utile al fine di evitare che per troppo tempo la proposta del

Ai fini della scelta del contraente privato (nel caso in esame, della Sgr/fondo), le amministrazioni aggiudicatrici procedono ad indire una gara ai sensi dell'articolo 30, comma 3, del Codice, cui viene invitato anche il promotore, ponendo a base di gara la proposta presentata dallo stesso.

L'articolo 30, comma 3, del Codice prevede che la scelta del concessionario (nel caso in esame, della Sgr/fondo), avvenga nel rispetto dei principi desumibili dal Trattato e dei principi generali relativi ai contratti pubblici e, in particolare, dei principi di trasparenza, adeguata pubblicità, non discriminazione, parità di trattamento, mutuo riconoscimento, proporzionalità⁴³.

La procedura è quella di una *gara "informale"* a cui sono invitati almeno cinque concorrenti, se sussistono in tale numero soggetti qualificati in relazione all'oggetto, e con predefinizione dei criteri selettivi.

Nella fase di scelta della Sgr/fondo, il promotore potrà adeguare la propria proposta a quella giudicata dall'amministrazione più conveniente⁴⁴. In tal caso il promotore risulterà aggiudicatario.

3.3.3 Apporto per adesione a progetto di valorizzazione tipizzato

Al di fuori delle ipotesi specificamente oggetto del Codice, i contratti possono essere aggiudicati tramite procedure ad evidenza pubblica, nelle quali è maggiore la discrezionalità tecnica del Soggetto Pubblico, posto

che non esiste un modulo procedimentale determinato.

La determina a contrarre dovrà, in ogni caso, dare conto della decisione di indire una procedura ad evidenza pubblica e delle ragioni che ne stanno alla base.

Con riguardo alle caratteristiche della procedura, va ricordato che la Corte di Giustizia - in materia di scelta del socio privato da parte di una pubblica amministrazione - ha puntualizzato che, ai fini della compatibilità con la normativa comunitaria in materia di appalti, occorre che il socio privato "*sia selezionato mediante una procedura ad evidenza pubblica, previa verifica dei requisiti finanziari, tecnici, operativi e di gestione riferiti al servizio da svolgere e delle caratteristiche dell'offerta in considerazione delle prestazioni da fornire, a condizione che detta procedura di gara rispetti i principi di libera concorrenza, di trasparenza e di parità di trattamento imposti dal Trattato*" (Corte di Giustizia, causa C-196/08, sentenza 15 ottobre 2009).

3.3.4 Vendita anche in assenza di un progetto di valorizzazione approvato dal Soggetto Pubblico

L'alienazione classica, come noto, secondo le leggi di contabilità di Stato deve avvenire per pubblico incanto (legge 783/1908, regio decreto 454/1909; regio decreto 2440/1923 e regio decreto 827/1924).

Ai sensi dell'art. 3 del regio decreto 2440/1923 i contratti dai quali derivi un'en-

⁴⁰ La positiva valutazione della proposta costituirà il progetto di utilizzo da deliberarsi dall'organo di governo dell'ente. Detta deliberazione dovrà avvenire prima della pubblicazione del bando di gara così come il coinvolgimento del Fondo *i3-Core*.

⁴¹ La norma suggerisce che le proposte debbano essere valutate sotto il profilo della funzionalità, della fruibilità del servizio, della accessibilità al pubblico, del rendimento, del costo di gestione e di manutenzione, della durata della concessione, delle tariffe da applicare, della metodologia di aggiornamento delle stesse, del valore economico del piano e del contenuto della bozza di con-

⁴² Cfr. articolo 30, comma 3, del Codice.

⁴³ Rispetto all'individuazione dei principi concretamente applicabili alla procedura si rinvia alla decisione assunta dall'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato n. 7 del 30 gennaio 2014.

⁴⁴ Nel bando può essere specificato che il promotore può esercitare il diritto di prelazione e avere diritto alla refusione delle spese nei limiti di legge.

trata per lo Stato debbono essere preceduti da pubblici incanti, salvo che per particolari ragioni previste dalla legge e delle quali l'amministrazione dovrà fare menzione nel decreto di approvazione del contratto.

Conformemente, l'art. 37 del regio decreto 827/1924 afferma che tutti i contratti, dai quali derivi una entrata o una spesa dello Stato, debbono essere preceduti da pubblici incanti, eccetto i casi previsti dalla legge. L'art. 41 del già menzionato regio decreto 827/1924 stabilisce i casi nei quali, in deroga al principio di concorrenza, l'amministrazione può stipulare contratti a seguito di trattativa privata.

L'art. 12, comma 2, della legge 127/1997 (c.d. Bassanini-bis) prevede una importante eccezione, con finalità di semplificazione amministrativa, a vantaggio dei comuni e delle province che intendono alienare i beni appartenenti al proprio patrimonio disponibile: tali enti possono agire in deroga alle sopra richiamate norme applicabili alle amministrazioni statali, nonché alle disposizioni sulla contabilità generale degli enti locali. Essi sono tenuti, in tal caso, a seguire le disposizioni, stabilite con proprio regolamento, disciplinanti le modalità di acquisizione e valutazione delle concorrenti proposte di acquisto, nel rispetto dei criteri di trasparenza e pub-

blicità e avuto riguardo ai principi generali dell'ordinamento giuridico contabile.

3.4 Tavola di sintesi fattispecie-procedure

In sostanza, alla luce di quanto sopra, le procedure di selezione della Sgr/fondo si possono suddividere in tre distinte tipologie:

	TIPOLOGIA	PROCEDURA
(i)	Fondo Obiettivo promosso o partecipato dal Soggetto Pubblico sulla base di un progetto di valorizzazione predisposto dal medesimo.	Appalto pubblico di servizi (artt. 54 e ss. del Codice).
(ii)	Fondo Obiettivo selezionato sulla base di una proposta di valorizzazione da parte del privato	Procedura modellata sulla base della finanza di progetto (art. 153, comma 19, del Codice).
(iii)	Apporto immobile a un fondo Obiettivo (già partecipato da altri Soggetti Pubblici) da parte del Soggetto Pubblico in assenza di un progetto di valorizzazione.	Procedura ad evidenza pubblica sulla scorta delle procedure previste per la selezione del socio privato nelle società miste.

A questi tre percorsi, per completezza di trattazione, può essere aggiunto il procedimento attraverso cui il Soggetto Pubblico può vendere a un fondo (eleggibile o meno alla partecipazione del Fondo *i3-Core*) i propri beni:

(iv)	Vendita del bene ad un Fondo Obiettivo in assenza di un progetto di valorizzazione.	Procedure previste per la vendita dei beni pubblici.
------	---	--

4. L'individuazione dei beni e le procedure di valorizzazione

Delineate le procedure di selezione della Sgr/Fondo, occorre verificare quali beni possano essere apportati ovvero trasferiti ai Fondi Obiettivo e quali procedure di valorizzazione siano previste.

4.1 L'individuazione dei beni oggetto di trasferimento o apporto

Per l'individuazione dei beni da apportare e/o trasferire ai Fondi Obiettivo, l'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011 fa espresso riferimento:

- ai beni individuati con le procedure di cui all'articolo 58 del decreto legge 112/2008;
- ai beni pervenuti eventualmente ai Soggetti Pubblici in forza della normativa in materia di federalismo demaniale (decreto legislativo 85/2010; art. 56 bis DL 69/2013)⁴⁵.

L'articolo 58 del decreto legge 112/2008 disciplina la ricognizione e valorizzazione del patrimonio immobiliare di regioni, comuni e altri enti locali, nonché di società o enti a totale partecipazione dei predetti enti. L'ambito di applicazione della norma è stato, poi, ampliato fino a ricomprendere anche il patrimonio immobiliare di proprietà delle amministrazioni

statali (previa individuazione da parte dell'Agenzia del Demanio e accordo con l'amministrazione proprietaria).

L'individuazione dei beni suscettibili di apporto o trasferimento avviene mediante la redazione del piano delle alienazioni⁴⁶ nel quale confluiscono:

- beni di proprietà dell'ente (ovvero regioni, comuni e altri enti locali, nonché società o enti a loro totale partecipazione)⁴⁷ non strumentali all'esercizio delle funzioni istituzionali⁴⁸, suscettibili di valorizzazione ovvero di dismissione.
- beni di proprietà statale che insistono nel territorio dell'ente (previo accordo con il soggetto proprietario).

L'inserimento degli immobili nel piano delle alienazioni ne determina la classificazione come patrimonio disponibile. Inoltre, la pubblicazione del piano ha effetto dichiarativo della proprietà, in assenza di precedenti trascrizioni, e produce gli effetti previsti dall'articolo 2644 del codice civile (per cui la trascrizione è opponibile ai terzi) nonché effetti sostitutivi dell'iscrizione del bene in catasto.

⁴⁵ Per i beni attribuiti ai Soggetti Pubblici in seguito all'attuazione delle disposizioni in materia di federalismo demaniale (decreto legislativo 85/2010) va ricordato che secondo l'articolo 9, comma 5, del ridetto decreto legislativo 85/2010, "ciascuna Regione o ente locale può procedere all'alienazione di immobili attribuiti ai sensi del presente decreto legislativo previa attestazione della congruità del valore del bene da parte dell'Agenzia del demanio o dell'Agenzia del territorio, secondo le rispettive competenze. L'attestazione è resa entro il termine di trenta giorni dalla relativa richiesta".

⁴⁶ Gli elenchi, una volta pubblicati, hanno effetto dichiarativo della proprietà in capo al rispettivo ente, in assenza di precedenti trascrizioni, e producono gli effetti previsti dall'articolo 2644 del codice civile, nonché effetti sostitutivi dell'iscrizione del bene in catasto.

⁴⁷ Ciò è a dire regioni, comuni ed altri enti locali nonché di società o enti a totale partecipazione dei predetti enti. Qualora il bene non sia di proprietà dell'ente che approva il piano delle alienazioni, ma di altro ente ovvero di società partecipata, il piano è trasmesso agli enti competenti, i quali si esprimono entro trenta giorni, decorsi i quali, in caso di mancato dissenso da parte dei medesimi enti, la predetta classificazione è resa definitiva.

⁴⁸ Occorre evidenziare che, ai sensi dell'articolo 33,

comma 1, del Decreto Legge 98/2011, previo decreto del ministero dell'economia e delle finanze, possono essere stabilite le modalità di partecipazione del Fondo i3 Core a fondi titolari di diritti di concessione o d'uso su beni indisponibili e demaniali. Dette modalità prevedranno la possibilità di locare in tutto o in parte il bene oggetto della concessione.

⁴⁹ Va, segnalato, inoltre, che è possibile ricorrere alle previsioni di cui all'articolo 33 del Decreto Legge 98/2011 anche in relazione agli edifici destinati ad uso scolastico. Invero, in base all'articolo 53, comma 2, del decreto legge 5/2012, nell'ambito del Piano nazionale di edilizia scolastica è possibile che il Ministero dell'istruzione, università e ricerca, le regioni e i competenti enti locali, al fine di garantire edifici scolastici sicuri, sostenibili e accoglienti, avviano tempestivamente iniziative di rigenerazione integrata del patrimonio immobiliare scolastico, anche attraverso la realizzazione di nuovi complessi scolastici, e promuovono, d'intesa, con il Ministero dell'economia e delle finanze, iniziative finalizzate, tra l'altro, alla costituzione di società, consorzi o fondi immobiliari, anche ai sensi degli articoli 33 e 33-bis del Decreto Legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito, con modificazioni, dalla legge 15 luglio 2011, n. 111.

In particolare, i predetti strumenti societari o finanziari

Con riguardo, invece, ai beni attribuiti ai comuni, province, città metropolitane e regioni in seguito all'attuazione delle disposizioni in materia di federalismo demaniale, va evidenziato che l'ente territoriale, a seguito dell'attribuzione, dispone del bene nell'interesse della collettività rappresentata ed è tenuto a favorirne la "massima valorizzazione funzionale".

I beni trasferiti possono peraltro anche essere inseriti dalle regioni e dagli enti locali in processi di alienazione e dismissione; la deliberazione dell'ente territoriale di approvazione del piano di alienazioni e valorizzazioni deve tuttavia essere trasmessa ad una apposita conferenza di servizi volta ad acquisire le autorizzazioni, gli assenti e le approvazioni necessari alla variazione di destinazione urbanistica dei beni.

Inoltre i beni trasferiti possono essere alienati solo previa valorizzazione attraverso le procedure per l'adozione delle varianti allo strumento urbanistico, ed a seguito di apposita attestazione di congruità rilasciata da parte dell'Agenzia del Demanio o dell'Agenzia delle Entrate.

Peraltro, come si dirà anche in appresso, in caso di dismissione dei beni in esame, dell'ente o statali, occorrerà tenere in conto la percentuale dell'ammontare riveniente dalla dismissione che risulterà di spettanza statale (rispettivamente 10% o 25%)⁴⁹.

4.2 Le procedure di valorizzazione

4.2.1 Le procedure di valorizzazione del patrimonio immobiliare previste dall'articolo 58 del decreto legge 112/2008

L'incremento di valore degli *asset* pubblici richiede quasi sempre la modifica delle loro destinazioni urbanistiche.

La procedura di variante del piano regolatore, nelle sue diverse accezioni regionali, si manifesta dunque centrale nel processo di strutturazione dei nuovi veicoli finanziari per incrementare il valore economico e sociale del patrimonio immobiliare della PA. Il quadro normativo di riferimento non esclude che la variante urbanistica possa essere conseguita secondo le diverse procedure previste dalla legislazione nazionale (a partire dalla tutt'ora vigente legge 1150/1942) e regionale, anche di settore.

Nondimeno, in ragione dell'accelerazione garantita dalle previsioni dell'articolo 58 del decreto legge 112/2008, l'art. 33 del decreto legge 98/2011 ne fa espresso richiamo non solo rispetto all'individuazione degli immobili da dismettere, ma anche in riferimento alle procedure semplificate ivi disciplinate.

La norma, in sostanza, tratta delle procedure di variante in relazione a due distinte ipotesi:

- immobili di proprietà dei comuni (ovvero di società o enti a totale partecipazione il cui piano delle alienazioni sia ratificato dal comune);
- altri immobili.

Immobili di proprietà dei comuni

Nell'ipotesi in cui l'immobile sia di proprietà comunale, considerato che il comune è il soggetto cui è attribuita la potestà pianificatoria del proprio territorio, la deliberazione del consiglio comunale di approvazione (ovvero di ratifica dell'atto di deliberazione se trattasi di società o ente a totale partecipazione pubblica) del piano delle alienazioni e valorizzazioni determina le destinazioni d'uso urbanistiche degli immobili⁵⁰.

possono essere oggetto di conferimento o di apporto da parte delle amministrazioni proprietarie di immobili destinati ad uso scolastico e di immobili complementari ai progetti di rigenerazione, in coerenza con le destinazioni individuate negli strumenti urbanistici. Riguardo alla possibilità di apporto del diritto di concessione sul patrimonio scolastico o su altri beni indisponibili, si evidenzia che la stessa, oltre ad essere prevista dalla

disposizione in commento, è espressamente consentita dall'ultimo periodo dell'art. 33, comma 1, del Decreto Legge 98/2011 oltre che, ovviamente, dalle disposizioni generali in materia di fondi comuni di investimento immobiliari. E ciò, deve intendersi, salvo che l'eventuale decreto ministeriale citato nel citato art. 33, comma 1, introduca eventuali limiti o modalità ulteriori o differenti rispetto a quelli generalmente applicabili.

Altri immobili

Per i beni immobili di proprietà di soggetti diversi dai comuni inclusi nel piano delle alienazioni, l'articolo 58 del decreto legge 112/1998 richiama la procedura prevista dall'articolo 3-*bis*, comma 2, del decreto legge 351/2001, per la valorizzazione dei beni dello Stato.

Con riguardo alla possibile modifica della destinazione d'uso⁵¹, il riferimento è al comma 2 del menzionato articolo 3-*bis*, che prevede la possibilità di utilizzare le procedure della conferenza di servizi ovvero dell'accordo di programma per l'approvazione di iniziative per la valorizzazione degli immobili. Di particolare rilevanza ai fini dell'apporto ovvero del trasferimento ai Fondi Obiettivo è poi il comma 9 bis dell'articolo 58 il quale, in caso di conferimento a fondi di investimento immobiliare dei beni inseriti nel piano delle alienazioni, stabilisce una ulteriore procedura per la valorizzazione, consentendo che la destinazione funzionale prevista dal piano delle alienazioni e delle valorizzazioni, se in variante rispetto alle previsioni urbanistiche ed edilizie vigenti ed in itinere, possa essere conseguita mediante il procedimento di cui all'articolo 34 del decreto legislativo 267/2000 (Accordo di Programma) e delle corrispondenti disposizioni

previste dalla legislazione regionale.

Ai fini di consentire tempi certi, la norma prevede che il procedimento si concluda entro il termine perentorio di 180 giorni dall'apporto o dalla cessione sotto pena di retrocessione del bene all'ente locale⁵².

Con la medesima procedura si procede alla regolarizzazione edilizia ed urbanistica degli immobili conferiti.

Si osserva che tale previsione non parrebbe applicabile alle procedure di valorizzazione in commento in quanto le stesse, per quanto attiene all'ipotesi di valorizzazione conseguite mediante accordo di programma in variante urbanistica, sono disciplinate dall'art. 33, comma 4, oggetto del seguente paragrafo.

4.2.2 Le altre procedure di valorizzazione previste dall'articolo 33 del decreto legge 98/2011

Un'altra misura acceleratoria del procedimento di variante urbanistica – come detto specifica per le procedure di valorizzazione considerate dal presente *vademecum* – è prevista dall'articolo 33, comma 4, del decreto legge 98/2011, per cui *"la destinazione funzionale dei beni oggetto di conferimento o trasferimento*⁵³ *ai fondi*

⁵⁰ L'attuale versione dell'articolo 58 - in ragione della pronuncia di incostituzionalità (che ha riguardato l'articolo 58 nella parte in cui stabiliva l'effetto di variante escludendo che la variante stessa dovesse essere sottoposta a verifica di conformità della regione) motivata dal fatto che la norma, così formulata, non lasciava spazi d'intervento al legislatore regionale, ponendosi in contrasto con l'articolo 117 della Costituzione - stabilisce che le Regioni, entro 60 giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione, disciplinano l'eventuale equivalenza della deliberazione del consiglio comunale di approvazione quale variante allo strumento urbanistico generale anche disciplinando le procedure semplificate per la relativa approvazione. Le Regioni, nell'ambito della predetta normativa approvano procedure di co-pianificazione per l'eventuale verifica di conformità agli strumenti di pianificazione sovraordinata, al fine di concludere il procedimento entro il termine perentorio di 90 giorni dalla deliberazione comunale. Trascorsi i predetti 60 giorni, si applica l'articolo 25, comma 2, della legge 28 febbraio 1985, n. 47 per cui le regioni rispetto alle varianti urbanistiche in oggetto devono comunque *"garantire le necessarie forme di pubblicità e la parteci-*

pazione dei soggetti pubblici e privati, nonché i termini, non superiori a centoventi giorni, entro i quali [...] comunicare al comune le proprie determinazioni". Trascorsi tali termini i provvedimenti di cui al precedente comma si intendono approvati. Inoltre qualora tali varianti rientrino nelle previsioni di cui al paragrafo 3 dell'articolo 3 della direttiva 2001/42/CE e al comma 4 dell'articolo 7 del decreto legislativo 3 aprile 2006, n. 152 e s.m.i. non soggette a valutazione ambientale strategica.

⁵¹ È da ritenere che le previsioni di cui all'articolo 3 bis relative alla possibilità di concedere o locare i beni a titolo oneroso, per un periodo non superiore a cinquanta anni, ai fini della riqualificazione e riconversione tramite interventi di recupero, restauro, ristrutturazione anche con l'introduzione di nuove destinazioni d'uso finalizzate allo svolgimento di attività economiche o attività di servizio per i cittadini, non siano rilevanti ai fini dell'apporto ovvero del trasferimento ai Fondi Obiettivo, posto che individuano una procedura di valorizzazione diversa da quella dell'apporto ovvero del trasferimento del bene al fondo, anche se non sono da escludersi eventuali sinergie tra le diverse procedure.

[...] può essere conseguita mediante il procedimento di cui all'articolo 34 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, e delle corrispondenti disposizioni previste dalla legislazione regionale. Il procedimento si conclude entro il termine perentorio di 180 giorni dalla data della delibera con cui viene promossa la costituzione dei fondi. Con la medesima procedura si procede alla regolarizzazione edilizia ed urbanistica degli immobili conferiti".

La norma ha comunque un contenuto più ampio rispetto a quello di cui al comma 9 bis dell'articolo 58 del decreto legge 112/2008: riguarda infatti sia le ipotesi di conferimento, sia le ipotesi di vendita e non prevede necessariamente una variante urbanistica o edilizia, ma più in generale il conseguimento della destinazione funzionale (in variante o meno).

Il procedimento, anche in questo caso, ha una durata pari a 180 giorni dalla data "della delibera con cui viene promossa la costituzione dei fondi".

La norma dispone, poi, che "l'apporto o il trasferimento ai fondi è sospensivamente⁵⁴ condizionato al completamento delle procedure amministrative di valorizzazione e di regolarizzazione".

Infine, la norma stabilisce che "fino a quando la valorizzazione dei beni trasferiti al fondo non sia completata, secondo le valutazioni effettuate dalla relativa società di gestione del risparmio, i soggetti apportanti non possono alienare la maggioranza delle quote del fondo"⁵⁵.

4.2.3 Impatti regolamentari e di struttura dei termini delle procedure di variante urbanistica

Come evidenziato nel paragrafo precedente, il legislatore ha previsto una fattispecie particolare di variante urbanistica cui ha collegato conseguenze particolarmente importanti rispetto alla stessa operatività dei Fondi Obiettivo.

L'eventuale sospensione dell'efficacia dell'atto di apporto o di trasferimento, andrebbe pertanto presidiata per i connessi profili regolamentari di impatto sul Fondo e sul rispetto degli obblighi assunti dal Soggetto Pubblico con la sottoscrizione.

In punto di disciplina regolamentare, ferma l'autonomia delle parti coinvolte e la possibilità quindi di individuare le meccaniche di sottoscrizione più opportune (attraverso l'apposizione di condizioni sospensive dell'efficacia dell'apporto e l'individuazione di immobili o somme in sostituzione, piuttosto che condizionando, nei limiti possibili, la sottoscrizione del Soggetto Pubblico), tenuto anche conto della limitatezza del termine di 180 giorni per la verifica della condizione e dell'essenzialità dell'apporto del patrimonio pubblico rispetto alla natura stessa di Fondo Obiettivo, appare preferibile nell'ipotesi di nuovi Fondi condizionare l'avvio dell'operatività degli stessi all'avveramento delle eventuali condizioni di legge, di modo che in assenza di questa i sottoscrittori siano liberati dagli impegni assunti.

⁵² La retrocessione sembrerebbe, sulla base del tenore letterale della norma, riguardare unicamente i beni degli enti locali.

⁵³ La norma riguarda i beni oggetto di conferimento o di trasferimento a prescindere dalle caratteristiche del Soggetto Pubblico (enti locali, territoriali o altri).

⁵⁴ Diversamente da quanto disposto dall'articolo 33, comma 9 bis, del Decreto Legge 98/2011, nell'ipotesi disciplinata dall'articolo 33, comma 4, il legislatore ha ipotizzato - per l'ipotesi di mancato completamento delle procedure di valorizzazione - non già la retrocessione, ma una condizione sospensiva all'apporto (e anche al trasferimento).

⁵⁵ Con la dizione "completamento della valorizzazione" la disposizione in commento sembra richiamare la possibilità che il Soggetto Pubblico possa conseguire i vantaggi, in termini di valore economico del bene immobile, derivanti dalla sua valorizzazione, appunto. Si vuole, in sostanza, evitare che un'alienazione delle quote prima del completamento della valorizzazione (cioè dello sviluppo) determini un minor valore delle stesse. In tale contesto, va ricordato che la valorizzazione deve essere completata "secondo le valutazioni della relativa società di gestione del risparmio": ne deriva che la valorizzazione può dirsi completata quando la valorizzazione abbia determinato il maggior valore del bene, tenuto conto dei profili e degli impatti dell'attualizzazione.

4.3 Elementi di contabilità pubblica

4.3.1 I vincoli in merito all'utilizzo dei proventi derivanti dalla valorizzazione

L'articolo 33 del decreto legge 98/2011 non opera un espresso richiamo alla disposizione, perfettamente vigente, dell'articolo 9, comma 5⁵⁶, del decreto legislativo 85/2010, per cui il 25% dei proventi - derivanti sia dall'alienazione dei beni immobili, attribuiti dallo Stato alle amministrazioni locali, sia dalla cessione delle quote dei fondi immobiliari cui i medesimi beni siano stati conferiti - debbano essere destinati al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, mentre la restante parte debba essere destinata prioritariamente alla riduzione del debito dell'amministrazione locale.

Cionondimeno, deve necessariamente ritenersi che le risorse rinvenienti alle amministrazioni locali dalle procedure di conferimento ai fondi immobiliari e di collocazione delle relative quote - relativamente ai beni pervenuti in forza del decreto legislativo 85/2010 - presso investitori istituzionali debbano soggiacere al predetto vincolo di destinazione.

A tanto si aggiunga che l'articolo 56 bis, comma 11, del decreto legge 69/2013 (cd. Decreto del Fare) ha stabilito che *"in considerazione dell'eccezionalità della situazione economica e tenuto conto delle esigenze prioritarie di riduzione del debito pubblico, al fine di contribuire alla stabilizzazione finanziaria e promuovere iniziative volte allo sviluppo economico e alla coesione sociale, è altresì destinato al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, con le modalità di cui al comma 5 dell'articolo 9 del decreto legislativo 28*

maggio 2010, n. 85, il 10 per cento delle risorse nette derivanti dall'alienazione dell'originario patrimonio immobiliare disponibile degli enti territoriali, salvo che una percentuale uguale o maggiore non sia destinata per legge alla riduzione del debito del medesimo ente. Per la parte non destinata al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, resta fermo quanto disposto dal comma 443 dell'articolo 1 della legge 24 dicembre 2012, n. 228".

Il richiamo a tale ultima disposizione impone che i proventi da alienazioni di beni patrimoniali disponibili possono essere destinati esclusivamente alla copertura di spese di investimento ovvero, in assenza di queste o per la parte eccedente, per la riduzione del debito⁵⁷.

4.3.2 La compatibilità con il patto di stabilità e i vincoli e le limitazioni riguardanti l'indebitamento

Ulteriore questione da affrontare, con riguardo alla valorizzazione, riguarda l'ipotesi in cui i beni da apportare al Fondo siano destinati, in seguito alla valorizzazione, ad essere locati al Soggetto Pubblico.

Qualora il Soggetto Pubblico sia un ente locale, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, con nota del 1 febbraio 2013, ha rilevato - con riguardo ad una fattispecie relativa all'implementazione del Piano di Edilizia scolastica, di cui all'articolo 53 del decreto legge 5/2012, inerente immobili ad uso scolastico da conferire ad un fondo destinati, *"a seguito dell'ammodernamento ad essere concessi in locazione al Comune che provvederà a corrispondere al fondo per tutta la durata dello stesso i relativi canoni di locazione"* - che le

⁵⁶ Decreto legislativo 85/2010, articolo 9, comma 5 *"le risorse nette derivanti a ciascuna Regione ed ente locale dalla eventuale alienazione degli immobili del patrimonio disponibile loro attribuito ai sensi del presente decreto nonché quelle derivanti dalla eventuale cessione di quote di fondi immobiliari cui i medesimi beni sono stati conferiti sono acquisite dall'ente territoriale per un am-*

montare pari al settantacinque per cento delle stesse. Le predette risorse sono destinate alla riduzione del debito dell'ente e, solo in assenza del debito o comunque per la parte eventualmente eccedente, a spese di investimento. La residua quota del venticinque per cento è destinata al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato

spese per la locazione hanno senz'altro un effetto negativo sui saldi di bilancio dell'ente stesso: *"conseguentemente, ai fini della compatibilità dell'operazione con i vincoli del patto di stabilità interno [...] è sufficiente [necessario] verificare che la spesa per i suddetti canoni locativi possa trovare compensazione in minori impegni o spese per pari importo"*.

Con riguardo ai limiti di indebitamento, in considerazione del fatto che l'iniziativa in oggetto era relativa all'implementazione del Piano di edilizia scolastica, è stato ritenuto che la stessa non si configurasse come elusiva delle disposizioni in materia di limite di indebitamento degli enti locali (articolo 244, decreto legislativo 267/2000).

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze, nella nota menzionata, ha inoltre sottolineato le condizioni affinché *"un'operazione di cessione di immobili a un fondo immobiliare possa essere considerata un'effettiva alienazione di immobili a soggetti terzi esterni alla Pubblica Amministrazione e quindi non avere impatto sulla finanza pubblica"*.

Vale a dire:

- necessità che il fondo sia gestito da una Sgr individuata mediante procedura competitiva aperta (ed essere preferibilmente privata ed esterna al perimetro della Pubblica Amministrazione);
- necessità che le quote del fondo siano detenute in maggioranza da soggetti privati non appartenente alla Pubblica Amministrazione;
- assenza, nello statuto della Sgr, di clausole che consentano all'amministrazione di determinare le scelte gestionali del fondo pur trovandosi in posizione di quotista di minoranza;

- inammissibilità di interventi da parte dell'amministrazione che salvaguardino il fondo da un qualsiasi rischio finanziario ovvero garantiscano una certa remuneratività ai quotisti.

entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore del presente decreto legislativo, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'interno, il Ministro per i rapporti con le Regioni ed il

Ministro per le riforme per il federalismo, sono definite le modalità di applicazione del presente comma. [...]".

⁵⁷ Cfr. articolo 162, comma 6, decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267.

5. Struttura e caratteristiche dei Fondi Obiettivo. Istituzione di comparti e famiglie di fondi

I progetti di utilizzo e valorizzazione immobiliare che caratterizzano le operazioni rilevanti per i Fondi Obiettivo necessitano di un assetto che fissi con chiarezza le regole per la gestione dei progetti, mantenendo al contempo il rispetto dei ruoli dei diversi soggetti coinvolti.

Al di là dei profili inerenti l'individuazione/selezione della Sgr alla quale affidare la gestione del Fondo Obiettivo, il regolamento di gestione di questo dovrà caratterizzarsi – nel rispetto delle previsioni normative – per la presenza di talune meccaniche di struttura allineate con la prassi delle operazioni similari e con le esigenze degli eventuali investitori privati e del Fondo *i3-Core*.

Da un punto di vista strutturale, in ragione della tipologia, destinazione, stato di conservazione e disponibilità al trasferimento del patrimonio immobiliare pubblico, ma anche delle differenti iniziative da promuovere o realizzare, il Soggetto Pubblico potrà privilegiare la promozione o la selezione di fondi singoli o di fondi multi-comparto o di famiglie di fondi⁵⁸.

Per tale via, sarà possibile, ad esempio, selezionare - con un'unica procedura competitiva - una Sgr per la gestione di più veicoli di investimento collettivo (in quanto comparti di un unico fondo multi-comparto o fondi appartenenti alla medesima famiglia). Ciascuno di detti veicoli potrà risultare destinatario di una specifica porzione del patrimonio immobiliare pubblico finalizzata alla realizzazione di una particolare iniziativa, eventualmente con investitori diversi, e sarà potenzialmente qualificabile come Fondo Obiettivo per l'investi-

mento del Fondo *i3-Core*.

Allo stesso modo, le caratteristiche di disponibilità e maturità del patrimonio immobiliare potranno portare il Soggetto Pubblico a preferire Fondi Obiettivo che consentano emissioni successive di quote e, quindi, la realizzazione di operazioni di apporto in momenti temporalmente differenti e anche distanti nel tempo (a mano a mano che il patrimonio diviene disponibile o che, ad esempio, vengono approvati gli strumenti urbanistici che ne consentono l'utilizzo e la valorizzazione) da realizzare nel contesto anche di un'unica delibera iniziale del Soggetto Pubblico interessato.

In termini di struttura dell'operazione, poi, il Soggetto Pubblico potrebbe ritenere opportuno liquidare immediatamente parte del portafoglio immobiliare, al fine di ricevere flussi di cassa utili - ad esempio - per il sostenimento degli eventuali costi di locazione degli immobili costruiti o valorizzati dal Fondo Obiettivo nell'ambito del progetto approvato dal medesimo Soggetto Pubblico. A seconda che nel Fondo Obiettivo, istituito ad iniziativa privata o pubblica, sia o meno presente *equity* o indebitamento aggiuntivo rispetto a quello strettamente necessario per i lavori di valorizzazione del portafoglio, potranno così ipotizzarsi diversi equilibri fra la componente di detto portafoglio apportata dal Soggetto Pubblico (dietro il riconoscimento di quote del Fondo Obiettivo) e quella dal medesimo ceduta (dietro il pagamento del relativo valore di mercato). In ogni caso, con riferimento all'utilizzo dell'indebitamento per il pagamento, da parte del Fondo Obiettivo, del corrispettivo per la

⁵⁸ In generale i fondi multi-comparto e le famiglie di fondi si caratterizzano per la previsione di più comparti/fondi autonomi, aventi patrimonio distinto e separato da ciascuno degli altri comparti/fondi della famiglia, retti da un corpo di regole unitario. Sia i comparti che i fondi della famiglia vengono sottoscritti in via separata ed hanno diversi e separati patrimoni e quotisti. I limiti di investimento e di indebitamento si calcolano separatamente per ogni fondo della famiglia o comparto del fondo multi-comparto. Nell'ambito dei fondi immobiliari, però, i fondi multi-comparto, in quanto fondi di tipo chiuso, prevedono necessariamente - accanto agli organi di *governance* dei singoli comparti - un'assemblea

complessiva di tutti i partecipanti ai diversi comparti. Seppure è possibile limitare le competenze di tale organo, le delibere suscettibili di incidere su tutti i comparti (come nel caso di modifiche al regolamento del fondo multi-comparto) devono essere approvate dall'Assemblea generale dei partecipanti al Fondo. Tale elemento, che non si riscontra nella struttura della famiglia di fondi, richiede attenzione nella valutazione degli eventuali impatti diluitivi sulla *governance* complessiva e sulle prerogative del Soggetto Pubblico, in particolare, laddove i partecipanti ai diversi comparti non siano sempre gli stessi e nelle medesime proporzioni.

cessione della parte rilevante del portafoglio immobiliare, la percentuale massima di detti immobili vendibile al Fondo Obiettivo – ai sensi della vigente normativa applicabile ai fondi diversi dai fondi speculativi (che non soggiacciono a limiti massimi di indebitamento) – sarà del 60% del portafoglio complessivo (limite pari all'indebitamento massimo assumibile da un fondo immobiliare non speculativo a valere sui beni immobili, diritti reali immobiliari, concessioni amministrative e partecipazioni in società immobiliari in portafoglio). Il restante 40% dovrà quindi essere oggetto di apporto da parte del Soggetto Pubblico, salvo, appunto, ipotizzare la presenza di *equity* aggiuntivo sottoscritto per cassa dal Fondo *i3-Core* o da soggetti privati e utilizzabile per pagare il prezzo della componente incrementale del portafoglio immobiliare che potrebbe così divenire oggetto di cessione.

Peraltro, nel valutare l'equilibrio fra eventuali flussi di cassa immediati rivenienti da dismissioni e sottoscrizioni per apporto, il Soggetto Pubblico dovrà evidentemente considerare anche gli impatti sugli obblighi derivanti dal Patto di Stabilità e le percentuali di retrocessione allo Stato dei proventi delle dismissioni degli immobili degli enti locali o a questi assegnati.

Ancora, il Soggetto Pubblico potrebbe ritenere rilevante o comunque opportuno, per il migliore sviluppo dell'iniziativa da promuovere o del progetto da sviluppare, la presenza di categorie di investitori differenti (costruttori, sviluppatori, investitori istituzionali), con impatti sulle prerogative e diritti di *governance* del Fondo Obiettivo, eventualmente con la previsione di classi di quote differenziate per categoria di soggetto, nonché con potenziali ricadute anche sulla struttura finanziaria e di *cash flow* del Fondo Obiettivo.

6. Fondo *i3-Core* - funzionamento del processo di valutazione

Al fine di facilitare i soggetti proponenti (pubblici o privati) nell'impostazione delle iniziative e nella predisposizione della documentazione, il presente paragrafo illustra i criteri seguiti da Invimit Sgr per verificare la conformità delle proposte ricevute con le politiche d'investimento del Fondo *i3-Core*.

I criteri di investimento riguardano il Fondo Obiettivo, il progetto di valorizzazione o utilizzo ed i più rilevanti soggetti coinvolti nella gestione.

6.1 Le principali caratteristiche del Fondo *i3-Core*

Come già sopra rappresentato (cfr. precedente paragrafo 1.2), ai sensi del regolamento di gestione, scopo del Fondo *i3-Core* è quello di porre in essere investimenti conformemente a quanto previsto dall'articolo 33, commi 1, 8-ter e 8-quater Decreto Legge 98/2011. In particolare, il Fondo *i3-Core* (*rectius* il "Comparto Territorio") investe in quote di Fondi Obiettivo che siano fondi comuni di investimento immobiliari chiusi promossi o partecipati da regioni, province, comuni anche in forma consorziata o associata ai sensi del Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267, ed altri enti pubblici ovvero da società interamente partecipate dai predetti enti, al fine di valorizzare o dismettere il proprio patrimonio immobiliare disponibile (articolo 33, comma 1, primo periodo, del Decreto Legge 98/2011)⁵⁹.

Tali Fondi Obiettivo potranno acquisire anche beni immobili in locazione passiva alle pubbliche amministrazioni (articolo 33, comma 1, penultimo periodo, del Decreto Legge 98/2011) acquistare immobili ad uso ufficio di proprietà degli enti territoriali, utilizzati dagli stessi o da altre pubbliche amministrazioni nonché altri immobili di proprietà dei medesimi enti di cui sia completato il processo di valorizzazione edilizio-urbanistico, qualora inseriti in programmi di valorizzazione, recupero e sviluppo del terri-

torio (articolo 33, comma 8-bis, primo periodo, del Decreto Legge 98/2011).

Inoltre, il Fondo *i3-Core* investe in quote di Fondi Obiettivo che siano fondi titolari di diritti di concessione o d'uso su beni indisponibili e demaniali, che prevedano la possibilità di locare in tutto o in parte il bene oggetto della concessione (articolo 33, comma 1, ultimo periodo, del Decreto Legge 98/2011).

Per il Fondo *i3-Core* è previsto che:

- in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d'Italia, sia possibile investire in quote di un unico fondo comune di investimento immobiliare chiuso fino al 30% (trenta per cento) del maggior importo tra (a) l'ammontare sottoscritto e (b) il controvalore delle attività del Comparto di pertinenza;
- la durata sia pari a 30 anni decorrenti dalla chiusura del primo esercizio successivo all'avvio dell'operatività del Fondo *i3-Core*, prorogabile di ulteriori cinque anni e salva una ulteriore proroga di massimi tre anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti;
- non si possa far ricorso all'indebitamento;
- si proceda annualmente, a partire dal secondo esercizio successivo alla data di avvio dell'operatività, alla distribuzione di proventi in misura non inferiore all'80% degli stessi, fatta salva diversa e motivata determinazione del Consiglio di Amministrazione;
- Invimit Sgr percepisca una commissione di performance al raggiungimento di un rendimento obiettivo su base annua pari al 2,50% oltre l'incremento registrato nell'esercizio di riferimento dall'indice ISTAT.

⁵⁹ L'altro comparto del fondo di fondi istituito e gestito da Invimit è il Comparto Stato che, invece, investe in Fondi Obiettivo che siano fondi comuni di investi-

mento chiusi immobiliari istituiti ai sensi dell'articolo 33, commi 8-ter ed 8-quater del Decreto Legge 98/2011.

6.2 Linee guida del processo di investimento. Politica e strategia di investimento

Nella definizione delle linee guida della politica e della strategia di investimento del Fondo *i3-Core* (*rectius* del Comparto Territorio in particolare), Invimit Sgr ha tenuto conto (e tiene conto con riferimento alle valutazioni e aggiornamenti periodici delle linee guida stesse) non solo delle previsioni del regolamento di gestione del Fondo *i3-Core*, ma anche del ruolo che la vigente normativa assegna alla stessa Invimit Sgr e al Fondo *i3-Core*, quale strumento per la valorizzazione e dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, a sostegno dei progetti promossi dai Soggetti Pubblici, anche fornendo la liquidità necessaria all'avvio e al buon esito dei progetti stessi. In tale contesto, Invimit Sgr ha valutato opportuno - anche nell'interesse del fondo gestito e nella fase di avvio dell'operatività del Fondo *i3-Core* - adottare un *focus* di investimento indirizzato a progetti di rigenerazione urbana.

In altri termini, ferma la valenza solo informativa del presente Vademecum e la possibilità per Invimit Sgr di aggiornare e variare le strategie e le politiche di investimento nei limiti del regolamento, della *mission* aziendale e dell'interesse del Fondo *i3-Core*, nella fase iniziale di operatività, Invimit Sgr si orienterà prioritariamente verso Fondi Obiettivo che prevedano:

- progetti di valorizzazione di patrimonio esistente, senza nuovo consumo di territorio e che in termini di funzioni sviluppate diano risposta a esigenze sociali locali oggi non soddisfatte;
- che, in caso di progetti di utilizzo o il cui buon esito e impatto locale dipende dalla qualità dei servizi erogati e delle attività svolte, si caratterizzino per la presenza di gestori dotati di adeguata e riconosciuta esperienza e professionalità nel settore di riferimento;
- una durata tale da consentire al Fondo *i3-Core* uno o due cicli di investimento, in

considerazione delle caratteristiche dei progetti di valorizzazione; sotto tale profilo si ritiene di privilegiare Fondi Obiettivo che prevedano una durata complessiva (ivi comprese le eventuali proroghe oltre che la c.d. proroga per il completamento dello smobilizzo) di 12 – 18 anni o allineata alla durata del Fondo *i3-Core*;

- rendimenti attesi almeno pari al 3,5% oltre l'inflazione;
- il pagamento, con cadenza almeno annuale, di proventi o la distribuzione di flussi di cassa, in misura almeno pari all'80% degli importi disponibili e eccedenti rispetto al fabbisogno del Fondo Obiettivo, secondo il prudente apprezzamento della Sgr locale;
- un patrimonio iniziale pari almeno a 20 milioni, così da consentire adeguate economie di scala; Invimit Sgr pertanto non esclude di privilegiare, ove necessario sotto il profilo dimensionale, iniziative promosse da più Soggetti Pubblici in forma consorziata o associata ai sensi del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267.

Quanto, infine, all'entità della partecipazione, Invimit Sgr, pur non precludendosi di valutare anche iniziative di genere diverso, intende privilegiare, ferma l'offerta competitiva delle quote ai sensi dell'art. 33:

- l'investimento in Fondi Obiettivo che assicurino la sottoscrizione in misura non inferiore al 20% da parte di altri investitori;
- nel contesto della partecipazione all'*equity* del Fondo Obiettivo, la presenza di classi di quote o altri strumenti che assicurino l'attribuzione a *i3-Core* di adeguate prerogative amministrative e economiche (anche in termini di antergazione nelle distribuzioni e pagamenti o di rappresentatività più che proporzionale negli organi del fondo stesso o di informativa), tenuto anche conto delle discipline applicabili in considerazione della natura dei soggetti

coinvolti ivi incluso, per i Soggetti Pubblici, il Patto di Stabilità.

Nel suo complesso, l'attività di selezione delle opportunità di investimento svolta da Invimit Sgr è orientata a realizzare un'adeguata diversificazione territoriale degli investimenti, tale da garantire la maggiore diffusione degli stessi sul territorio nazionale.

6.3 Criteri di investimento

Fermo quanto sopra, al fine di garantire la massima efficienza ed efficacia nell'allocazione delle risorse finanziarie a disposizione del Fondo *i3-Core*, le opportunità d'investimento vengono valutate da Invimit Sgr - come detto - attraverso una specifica istruttoria, condotta in diversi momenti e con diverso e progressivo grado di approfondimento (in relazione alle attività informative, conoscitive, di struttura, pre-istruttoria e collazione documentale). Tale analisi è finalizzata ad ottenere un'adeguata informativa sui progetti di utilizzo o valorizzazione del patrimonio dei Soggetti Pubblici interessati e delle regole del Fondo Obiettivo, al fine di verificarne la compatibilità con l'oggetto e le politiche di investimento del Fondo *i3-Core*.

Detta istruttoria si focalizza, in particolare, sui seguenti aspetti:

- coerenza del progetto presentato con la tipologia di investimenti che la Sgr può porre in essere per conto del Fondo *i3-Core*, sia sotto il profilo soggettivo sia sotto il profilo oggettivo;
- credibilità e qualità del progetto che verrà realizzato per il tramite del Fondo Obiettivo;
- sostenibilità economico-finanziaria nonché urbanistica o ambientale dei progetti;
- caratteristiche, anche di *governance*, dei Fondi Obiettivo.

Più in particolare e in linea generale, si riportano di seguito i principali criteri di valutazione che Invimit Sgr intende adottare per verificare

la compatibilità delle iniziative proposte con l'oggetto e le politiche di investimento del Comparto Territorio.

A tale scopo è opportuno ricordare che il Fondo *i3-Core* investe prevalentemente in modalità indiretta, mediante investimenti in fondi immobiliari. Pertanto, i presidi che lo stesso richiede e valuta nei propri investimenti prevedono la presenza di una Sgr locale che cura la gestione diretta delle iniziative immobiliari sul territorio e devono essere previsti nei regolamenti dei Fondi Obiettivo.

6.3.1 Criteri concernenti il progetto immobiliare sottostante il Fondo Obiettivo

Rilevano, tra l'altro, i seguenti principali criteri concernenti il progetto immobiliare sottostante il Fondo Obiettivo, sotto il profilo finanziario, economico, sociale, urbanistico, ambientale-energetico, etc.:

- sostenibilità economico finanziaria complessiva del progetto immobiliare. La valutazione viene condotta in una prima fase (e nelle verifiche preliminari), sul *business plan* del progetto di valorizzazione o dismissione immobiliare e, in fase successiva, sul *business plan* a vita intera del Fondo Obiettivo nel suo complesso.

In tale contesto verranno valutati in particolare:

- il piano recante la descrizione degli interventi di valorizzazione, degli eventuali investimenti e dei disinvestimenti, tradotto in termini di *cash flow* prospettici (e storici, se si tratta di fondo già operativo);
- la schematizzazione temporale (cronoprogramma) di tutti gli interventi connessi al progetto (dalle procedure urbanistiche previste, alle fasi d'investimento e agli *step* di valorizzazione);
- la remunerazione annuale e finale prospettata per i partecipanti;

- la sintesi degli obiettivi economico/finanziari in termini di *tir equity* anche per classi di quote;
- la composizione ed evoluzione della struttura finanziaria dall'inizio dell'investimento sino al termine del progetto;
- la *sensitivity analysis* al fine di valutare, progetto per progetto, i necessari scenari *worst* e *best case*;
- realizzazione di interventi sostenibili dal punto di vista ambientale;
- coerenza, sussidiarietà ed integrazione del progetto con le politiche pubbliche locali di sviluppo ed eventuale coinvolgimento di più comunità locali;
- eventuale apporto di contributi pubblici (ad es. fondi europei, statali, comunali) e privati, fermo restando che, a parità di accertate condizioni di fattibilità tecnico-economica ed amministrativa dei progetti, verranno preferiti gli interventi che prevedano una prevalenza di investimenti privati;
- adozione di presidi e garanzie per minimizzare il rischio costruzione ed il rischio ritardata realizzazione degli interventi immobiliari;
- conformità urbanistica.
- durata e modalità di dismissione, a scadenza, della partecipazione del Fondo *i3-Core*;
- rendimenti minimi del Fondo Obiettivo, attesi nell'ordine del 3,5% oltre l'inflazione; il *business plan* del Fondo Obiettivo deve essere predisposto secondo un apposito modello, che verrà messo a disposizione da Invimit Sgr;
- presenza di regole di *governance* del Fondo Obiettivo che consentano a Invimit Sgr di monitorarne l'attività, attraverso una rappresentanza negli organi di *governance* che sia in funzione dell'entità della partecipazione;
- coerenza delle modalità di diversificazione e mitigazione dei rischi del Fondo Obiettivo con le procedure di *risk management* adottate dalla relativa Sgr locale; le relative verifiche avverranno sulla base delle mappature dei rischi e del sistema di gestione del rischio adottato dalla Sgr locale che gestisce il Fondo Obiettivo, anche alla luce delle caratteristiche del progetto immobiliare sottostante;
- *standing* professionale e *track record* di tutti i soggetti coinvolti nell'operatività della Sgr locale selezionata per la gestione del Fondo Obiettivo e dei suoi *asset*. In particolare, verrà posta l'attenzione sui seguenti profili:
 - adeguatezza del *team* della Sgr locale messo a disposizione della gestione del Fondo Obiettivo in termini di requisiti professionali sia del *team* di gestione (ad es., *fund manager*) sia del *team* di *advisors* esterni (periti indipendenti, *property, facility, building* e *project manager*, etc.);
 - procedure adottate per la gestione dei conflitti d'interesse e per i processi di investimento/disinvestimento, nonché per la gestione del ciclo passivo (Sgr e Fondo Obiettivo), che preveda prefe-

6.3.2 Criteri concernenti gli obiettivi, i rendimenti e gli aspetti organizzativi del Fondo Obiettivo e della Sgr che lo gestisce

Rilevano, tra l'altro, i seguenti principali criteri concernenti gli obiettivi, i rendimenti e gli aspetti organizzativi del Fondo Obiettivo e della Sgr che lo gestisce:

- coerenza della strategia di investimento del Fondo Obiettivo con gli obiettivi di investimento del Fondo *i3-Core*; la verifica è incentrata sul regolamento di gestione del Fondo Obiettivo ed in particolare sulle strategie, tipologie e finalità degli investimenti;

renzialmente l'ESOA;

– capacità di fornire adeguati *packaging* informativi periodici sui risultati e sulla trasparenza della gestione, da inserire nel regolamento di gestione del Fondo Obiettivo (vedi *infra*), al fine di consentire ad Invimit Sgr la necessaria attività di controllo⁶⁰;

– nei casi in cui il progetto (o per la parte in cui) non abbia finalità di dismissione, ma di creazione di valore e utilizzo, adeguatezza, esperienza e capacità dell'eventuale gestore delle attività sociali / educative / sanitarie / sportive etc. da svolgere sull'*assets*.

6.3.3 Criteri concernenti i requisiti di governance e trasparenza dei Fondi Obiettivo

Rilevano, tra l'altro, i seguenti principali criteri concernenti i requisiti di *governance* dei Fondi Obiettivo, in punto di coerenza delle previsioni del relativo regolamento con gli obiettivi e le esigenze di monitoraggio del Fondo *i3-Core* e di *Invimit Sgr*:

- presenza di un Comitato Consultivo, meccaniche di funzionamento e competenze dello stesso, nonché prerogative e diritti di nomina di *i3-Core* all'interno del comitato;
- previsioni in merito ai criteri di sostituzione della Sgr che consentano l'attivazione da parte dei partecipanti ai fondi della relativa procedura.

In particolare, fra le verifiche in sede di ingresso in un Fondo Obiettivo, vi sarà un'attenta considerazione delle previsioni regolamentari riguardanti le clausole di sostituzione della Sgr locale. La sostitu-

zione del gestore dovrà essere azionabile dai partecipanti, oltre che nelle consuete ipotesi di dolo o colpa grave, anche in caso di accertata violazione dello scopo e delle politiche di gestione del Fondo Obiettivo, delle delibere vincolanti adottate dagli organi rappresentativi della volontà dei partecipanti ovvero di gravi inefficienze di gestione, quali, ad esempio, sostanziali scostamenti non giustificati dalle previsioni del *business plan* e/o in assenza non giustificata di investimenti, che si protraggano per un periodo di tempo considerato significativo.

I Fondi Obiettivo devono avere la finalità, anche non esclusiva, ma comunque proporzionale, di realizzare i progetti di utilizzo e valorizzazione degli immobili del Soggetto Pubblico, nel rispetto dei criteri e limiti di investimento di cui al regolamento del Fondo *i3-Core*.

Inoltre, i regolamenti dei Fondi Obiettivo dovranno dare evidenza: (i) delle modalità di strutturazione di eventuali appalti e della previsione di adeguati presidi nell'attuazione dei progetti (es. adeguate garanzie e penali a carico degli appaltatori circa l'adempimento delle obbligazioni contrattuali, quali la buona esecuzione delle opere e il rispetto dei tempi di realizzazione, opportune tutele in materia di certificazioni antimafia, antiriciclaggio e regolare inquadramento del personale secondo la normativa applicabile, nonché in relazione al rispetto della disciplina sulla sicurezza del lavoro); e (ii) del ricorso da parte della Sgr ad operatori e *outsourcer*, nonché – laddove rilevante in connessione ai progetti seguiti – a gestori degli *assets* in portafoglio dei Fondi Obiettivo di comprovata esperienza

⁶⁰ A titolo esemplificativo e non esaustivo, si considerano come rilevanti le seguenti attività di controllo: a) rendicontazione periodica dello stato di avanzamento dell'eventuale *iter* urbanistico-edilizio successivo a quanto necessario per il definitivo avveramento/mancato avveramento delle eventuali condizioni dell'apporto/trasferimento; b) rendicontazione periodica delle principali attività di *project management*, eventuale *building ma-*

nagement, property e facility management; c) rendicontazione periodica dello stato di avanzamento dei lavori/appalti; d) rendicontazione trimestrale dello stato di avanzamento dei *business plan*; e) *forecasting* periodico su tutto l'arco di vita del Fondo Obiettivo, con analisi di dettaglio degli scostamenti e proposte per *recovery plan* a sostegno degli obiettivi di risultato del *business plan*.

e dotati di struttura organizzativa e operativa adeguata per la gestione immobiliare e sociale degli interventi. I relativi contratti dovranno prevedere adeguati presidi e tutele almeno in relazione alle modalità di sviluppo, costruzione, gestione e dismissione eventuale degli *asset*.

I regolamenti dei Fondi Obiettivo dovranno contenere specifiche previsioni relative ad obblighi di rendicontazione e «trasparenza» di cui al precedente sottoparagrafo 4.3.2 in relazione, tra l'altro, (i) al rispetto del progetto di utilizzo o valorizzazione, (ii) ai costi di gestione del Fondo Obiettivo, (iii) al rispetto del *business plan* del Fondo Obiettivo.

6.3.4 Criteri per la determinazione dell'entità della partecipazione del Fondo i3-Core nel Fondo Obiettivo

Per quanto attiene al livello di partecipazione di Invimit Sgr, non si prevedono limiti prefissati. Pertanto la partecipazione, comunque idealmente distinta fra quota minoritaria e quota maggioritaria, sarà valutata e conseguentemente modulata anche sulla base delle risultanze dell'attività istruttoria svolta, nonché delle prerogative amministrative e economiche attribuite a Invimit Sgr (anche attraverso la sottoscrizione di classi speciali di quote) e tenuto conto di eventuali esigenze di struttura (partecipazione di appaltatori o investitori istituzionali o con prerogative peculiari, conservazione della maggioranza delle quote da parte del Soggetto Pubblico apportante fino al completamento della valorizzazione, etc.).

In maggior dettaglio, si ritiene che la quota di partecipazione possa aumentare al crescere della presenza e della significatività dei seguenti fattori di carattere generale (per gli elementi specifici riferiti a ciascun ambito tematico prioritario si faccia riferimento alle sezioni dedicate all'interno della presente guida):

- rapporto rischio-rendimento dei progetti immobiliari e del relativo Fondo Obiettivo coerente con gli obiettivi di *i3-Core*;

- capacità della iniziativa di generare ritorni sul territorio;
- significatività della iniziativa per il territorio e, più in generale, per il sistema paese;
- rigenerazione di immobili esistenti;
- basso consumo di suolo;
- riqualificazione di aree o ambiti urbani dismessi o degradati;
- perseguimento di maggiori livelli di efficienza degli immobili e di risparmio energetico;
- perseguimento di maggiori livelli di sostenibilità ambientale;
- adozione di soluzioni tecniche e costruttive in grado di contenere i costi di costruzione, recupero e manutenzione;
- presenza di soggetti pubblici diversi dal Soggetto Pubblico che ha approvato il progetto di valorizzazione o di più Soggetti Pubblici consorziati;
- presenza di finanziamenti pubblici (contributi a fondo perduto o prestiti);
- capacità di attrazione di investimenti da parte di altri soggetti privati;
- massa critica dei progetti di valorizzazione e dismissione e dimensione del Fondo Obiettivo, con possibilità di favorire i progetti proposti da Enti in forma consorziata o associati.

6.4 Istruttoria investimenti e delibere di sottoscrizione

Il processo di investimento di Invimit Sgr in relazione al Fondo *i3-Core* prevede due macro fasi nell'analisi dei progetti, preliminare e definitiva, quest'ultima necessaria per l'investimento effettivo.

La fase preliminare si suddivide, poi, in una pre-analisi istruttoria di fattibilità generale dell'investimento - che ha funzione di "filtro"

e di “standardizzazione” dell’universo delle potenziali operazioni di investimento - e in una fase di analisi del progetto che può condurre all’assunzione, da parte di Invimit Sgr, di una manifestazione di interesse non vincolante in relazione al possibile investimento (che resta quindi soggetta alle valutazioni definitive e alla delibera di investimento del CdA di Invimit Sgr). Nella fase preliminare, la valutazione riguarda principalmente le caratteristiche del progetto di utilizzo o valorizzazione approvato dal, proposto al, o che si intende proporre al, Soggetto Pubblico e le principali caratteristiche del regolamento del futuro Fondo Obiettivo e del suo gestore (in termini di requisiti da porre a base della selezione dello stesso, in caso di iniziativa pubblica dell’operazione o, nel caso di iniziativa privata, di caratteristiche effettive del promotore).

Ad esito della fase di analisi preliminare, Invimit Sgr – sulla base del proprio processo valutativo interno - potrà comunicare al Soggetto Pubblico promotore la sussistenza o meno delle condizioni astratte per la partecipazione del Fondo *i3-Core* alla fase di offerta competitiva per la sottoscrizione delle quote del promuovendo Fondo Obiettivo e, se del caso, rilasciare una manifestazione di interessi non vincolante alla sottoscrizione di una certa percentuale delle quote del Fondo Obiettivo medesimo, sotto condizione del positivo completamento del processo decisionale di investimento (e quindi dell’assunzione di una delibera positiva da parte dei competenti organi di Invimit Sgr) e del raggiungimento del livello di sottoscrizione minimo delle quote del Fondo Obiettivo.

In caso di progetti di valorizzazione promossi da privati la fase di pre-istruttoria e quella di analisi preliminari possono essere scisse in modo da consentire, nella prima delle due

fasi, ove di interesse, al potenziale promotore privato di avere un riscontro circa la pre-fattibilità di massima dell’investimento e il rispetto degli standard e dei requisiti formali di presentazione delle istanze e valutazione di Invimit Sgr. La fase di analisi preliminare e l’eventuale manifestazione di interessi non vincolante alla sottoscrizione sono, invece, completate e rilasciate da Invimit su richiesta del Soggetto Pubblico interessato⁶¹.

La manifestazione di interessi può velocizzare il percorso deliberativo di Invimit Sgr al momento di effettiva implementazione dell’iniziativa e costituisce, inoltre, un elemento di valutazione utile e di supporto alla concretezza (anche in termini di *fund raising*) dei progetti di utilizzo e valorizzazione definiti e messi a gara dai Soggetti Pubblici o proposti dai privati ai Soggetti Pubblici e da questi ritenuti di interesse pubblico.

Resta fermo che, ai fini dell’assunzione della delibera di investimento di Invimit Sgr, il progetto di valorizzazione o utilizzo, così come la documentazione di investimento in generale (regolamento del Fondo Obiettivo, modulo di sottoscrizione, documentazione del gestore, documentazione d’offerta, *business plan* etc,) dovrà essere presentata in formato definitivo e completo alla stessa Invimit Sgr dalla Sgr locale, cui compete la gestione della fase di offerta competitiva delle quote in sottoscrizione.

6.5 Modalità di presentazione delle proposte di investimento

Per sollecitare la prevalutazione e l’eventuale rilascio della manifestazione di interessi non vincolante da parte di Invimit Sgr in relazione al Fondo *i3-Core*⁶², il Soggetto Pubblico promotore dell’iniziativa o che sta valutando il progetto promosso dal privato invia alla me-

⁶¹ In ipotesi, ricevuto il progetto da parte della Sgr locale, il Soggetto Pubblico ne valuterà premesse, assunti e eventuali condizioni di realizzabilità. Fra queste potrà esserci anche la presenza del Fondo *i3-Core* quale investitore o quale investitore con una determinata

percentuale. In tal caso, prima di dichiarare l’interesse pubblico all’iniziativa ed approvare il progetto (mettendolo conseguentemente a gara), il Soggetto Pubblico potrà richiedere ad Invimit, tramite l’Advisor, il rilascio dell’eventuale manifestazione di interessi non vincolante.

desima Invimit Sgr una proposta di investimento, con le informazioni minime sotto riportate, nella misura disponibile⁶³.

6.5.1 Requisiti del progetto di gestione immobiliare degli interventi

Una possibile articolazione del progetto di utilizzo o valorizzazione del portafoglio immobiliare pubblico può fare riferimento al seguente indice:

- 1 obiettivi del progetto in termini di: (i) *performance* gestionali (tempistica e costi di realizzazione); (ii) risultati gestionali rilevabili da un dettagliato *business plan* a vita intera; (iii) garanzie eventualmente offerte;
- 2 area di impatto e Soggetti Pubblici interessati in coerenza con le finalità del Fondo *i3-Core*;
- 3 presidio dei rischi gestionali: la lunga durata dei Fondi Obiettivo e quindi della fase di gestione, e i contenuti rendimenti attesi da questa tipologia di investimento immobiliare rendono necessario che il progetto di gestione identifichi i principali fattori di rischio e prefiguri le più opportune soluzioni organizzative e gestionali per il loro presidio e mitigazione;
- 4 modello organizzativo e gestionale: (i) *target* di utenza: il progetto edilizio deve risultare coerente con le caratteristiche ed i fabbisogni sociali-prestazionali e di sostenibilità; (ii) prevenzione delle conflittualità territoriali e sociali; (iii) fornitori esterni: l'attività di selezione e monitoraggio delle forniture esterne risulta critica non solo ai fini di un'efficace gestione, ma anche e soprattutto ai fini della soddisfazione dell'utenza.

6.5.2 Documentazione sul progetto di valorizzazione o utilizzo e sul Fondo

Per l'istruttoria del Fondo *i3-Core* è necessario produrre, per ciascuna operazione oggetto del progetto di utilizzo o valorizzazione, un *information memorandum* che sintetizzi i seguenti elementi oggetto di analisi preliminare:

- 1 *executive summary* descrittivo dell'iniziativa e del progetto di utilizzo e valorizzazione;
- 2 inquadramento dell'iniziativa (contesto urbano e socio-economico);
- 3 descrizione dell'iniziativa immobiliare (soggetti attuatori; genesi del progetto; bandi e convenzioni con enti locali; elementi di sintesi; descrizione delle aree d'intervento; definizione del progetto immobiliare e della qualità edilizia progettuale; sostenibilità ambientale ed efficienza energetica);
- 4 struttura finanziaria dell'iniziativa immobiliare (principali ipotesi del *business plan*; struttura dei ricavi; struttura dei costi di costruzione/acquisizione e gestionali; tempistiche di costruzione e modalità di *exit*; contributi pubblici; profili fiscali);
- 5 descrizione del progetto relativo al fondo immobiliare (finalità del fondo; linee strategiche e principali previsioni del regolamento; sottoscrittori del fondo);
- 6 struttura finanziaria dell'iniziativa (principali ipotesi del *business plan* del fondo; struttura dei ricavi; struttura delle fonti di finanziamento del fondo e relativa remunerazione; profili fiscali; schemi storici e prospettici su base annuale di: (i) conto economico; (ii) stato patrimoniale; (iii)

⁶² L'attività di analisi potrà svilupparsi anche mediante sopralluoghi, confronti diretti con il proponente, verifiche presso pubbliche amministrazioni, autonome analisi del mercato locale. In linea generale, tuttavia, dovrà essere prevista, per quanto disponibile già in fase di analisi preliminare e comunque in fase di analisi definitiva per l'investimento, la possibilità per Invimit di ricevere i re-

port di *due diligence* utilizzati dalla Sgr locale e di fare *reliance* sugli stessi.

⁶³ Nel caso di progetto presentato da un privato, è opportuno che lo stesso contenga gli elementi utili al Soggetto Pubblico per poi consentire a questo di sottoporre il progetto ad Invimit.

rendiconto finanziario);

- 7 regolamento o *term sheet* del Fondo Obiettivo.

6.5.3 Documentazione sul soggetto gestore del Fondo Obiettivo e sugli altri soggetti rilevanti eventualmente coinvolti nella gestione degli assets

Sempre ai fini dell'istruttoria, i principali elementi oggettivi da valutarsi corrispondono ai seguenti:

- 1 azionariato e organi societari della Sgr locale e dell'eventuale gestore degli *asset* destinati a progetti di utilizzo o di creazione di valore; visure camerali;
- 2 struttura organizzativa della Sgr;
- 3 *partner* industriali nell'iniziativa (es. *advisor*, esperti indipendenti, ecc.);
- 4 *curricula* del *management* della Sgr locale e dell'eventuale gestore degli *assets*;
- 5 elenco delle procedure interne della Sgr locale e copia integrale delle seguenti procedure: (i) processo di investimento, (ii) gestione processi di sviluppo/valorizzazione (ove presente), (iii) gestione conflitti di interesse, (iv) *risk management*;
- 6 dettaglio delle funzioni di controllo della Sgr, relativi *reporting* e *curricula* dei responsabili di funzione (in particolare, *compliance*, *risk management*, *audit* interno, ecc.);
- 7 esiti di eventuali ispezioni sulla Sgr locale da parte dell'autorità di vigilanza, ovvero dichiarazione di assenza di ispezioni nel triennio precedente;
- 8 portafoglio di fondi gestiti con istituzione, data di avvio, *performance*, *expiry date*, *NAV*, *asset allocation*;
- 9 dichiarazione di assenza conflitti di interesse (secondo il modello fornito da Invimit Sgr).

Nel caso di progetti di utilizzo o valorizzazione promossi dal Soggetto Pubblico, andranno incluse le informazioni disponibili e, per quanto riguarda la Sgr e gli eventuali soggetti gestori degli *assets*, i requisiti di partecipazione e i criteri di valutazione dei beni e di selezione degli stessi.

In ogni caso, poi, è opportuno allegare ogni altro documento utile ai fini della valutazione di investimento di Invimit Sgr, per conto del Fondo *i3-Core*.

6.6 Requisiti prestazionali dei progetti e reporting

Le Sgr che gestiscono i Fondi Obiettivo devono adottare sistemi dedicati di *project management*, allo scopo di assicurare il conseguimento di due obiettivi fondamentali: la massimizzazione dei contenuti funzionali e tecnologici del progetto da realizzare in rapporto alle risorse rese disponibili e la garanzia di mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa, per tutta la sua durata.

In attuazione di quanto precede, si richiede alle Sgr locali di produrre periodicamente un sistema di *reporting* sintetico che preveda:

- una relazione, per ogni commessa, sullo stato di avanzamento dell'*iter* urbanistico e progettuale, sugli affidamenti degli incarichi, sulle procedure di appalto, sulle indagini ambientali effettuate, sulla sicurezza del cantiere;
- la documentazione fotografica di cantiere;
- il confronto *actual/forecast* del *business plan* del fondo;
- la motivazione degli scostamenti e il *recovery plan*;
- i principali eventi previsti nel periodo successivo a quello di riferimento;
- una relazione in materia di sicurezza nei cantieri in corso;
- l'elenco delle garanzie ottenute dalla Sgr ed il relativo importo.

Sede Legale e Amministrativa
Via di Santa Maria in Via, 12
00187 Roma



INVIMIT
Investimenti Immobiliari Italiani

Tel. 0687725701 - Fax 0687725799
R.E.A. di Roma n. 1374494
Capitale sociale euro 8.000.000 (i.v.)
Cod. Fisc. e P.IVA 124417210013



INVIMIT
Investimenti Immobiliari Italiani