

Spin off immobiliari. Verona valorizza il suo network

Così Eracle ha migliorato i conti del Banco Popolare

Per i greci Eracle, l'Ercole dei romani, riuscì con successo in 12 leggendarie fatiche. Per il Banco Popolare invece Eracle - non l'eroe ma il fondo omonimo - ha compiuto l'ardua impresa di centrare non 12 ma due obiettivi, entrambi tanto apparentemente inconciliabili quanto vitali. Ha migliorato i parametri patrimoniali (aumentando di 43 punti base il Core Tier 1 e di oltre 50 il Tier 1) e consentito una corposa plusvalenza (500 milioni al lordo del Fisco) senza appesantire l'indebitamento, diluire il capitale o peggiorare il rating. Mitologia? No: "semplice" ingegneria finanziaria che ha impegnato Generali Immobiliari Sgr, che gestirà Eracle, Banca Imi e Morgan Stanley come *arranger* e *placement agent*, e gli studi legali Bonelli Erede e Pappalardo, Chiomenti e Pavesi Gitti Verzoni. Ma com'è costruita quest'operazione? E davvero è un *win to win deal*, la quadratura del cerchio che offre solo vantaggi a tutte le parti?

Fondo o bond?

Costituito il 28 novembre con l'apporto di 456 tra filiali e uffici affittati al Banco con un contratto di 18 anni rinnovabile, a dismissione del Banco, per altri nove, Eracle il 12 dicembre ha visto chiudere il collocamento delle 1.273 quote di categoria A per 318 milioni, consentendo all'istituto guidato da Pier Francesco Saviotti di incassare 751 milioni. Secondo il parere *pro veritate* che Claudio Cacciamani, docente all'università di Parma, ha steso su Eracle su richiesta del Fondo pensione dei dipendenti dell'istituto di Verona per valu-

Ratios più elevati e plusvalenze grazie alle filiali. Due perizie chieste dagli investitori

I DOCUMENTI	
PROGETTO INVESTIMENTO	Prof. Dr. Claudio Cacciamani
INDICE	
1. PREMESSA	
2. LA TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO	SPRINDERAME
3. GLI ASSETTI ECONOMICI FINANZIARI	
4. LA GOVERNANCE	
5. SVANTAGGI E VANTAGGI DELL'INVESTIMENTO	

Il parere di Cacciamani e la valutazione di Sandulli

In alto, il parere tecnico pro veritate di Claudio Cacciamani, docente all'università di Parma. In basso, la valutazione legale di Pasquale Sandulli, professore alla Sapienza di Roma

NEGOZIO SPONSA SORABILE E RIVALORE	
PROGETTO INVESTIMENTO	Prof. Dr. Pasquale Sandulli
INDICE	
1. PREMESSA	
2. LA TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO	SPRINDERAME
3. GLI ASSETTI ECONOMICI FINANZIARI	
4. LA GOVERNANCE	
5. SVANTAGGI E VANTAGGI DELL'INVESTIMENTO	

tare l'investimento, l'operazione è in sostanza «un'obbligazione a contenuto immobiliare» il cui sottostante è il patrimonio di filiali e uffici. Un indizio di ciò, secondo Cacciamani, è il meccanismo semestrale di distribuzione dei dividendi (gli affitti, pari a 47,7 milioni annui lordi rivalutabili in base all'indice Istat), che ricorda le cedole dei bond più che i fondi immobiliari. Un secondo la lunga postergazione della plusvalenza da eventuali cessioni. Il fondo può vendere uffici e filiali ma il Banco, grazie a una quota di categoria B del valore di un euro, ha fissato una clausola di *lock-up* alle cessioni per i primi 15 anni, ha la prelazione sulle vendite (il cui valore "di mercato" dovrà essere «validato» da una perizia dell'esperto indipendente Patrigest Spa del gruppo Gabetti) e ha vietato di affittare ad altre banche per 12 mesi dall'eventuale fine della locazione non rinnovata.

Rendimenti e rischi

Il *lock-up* potrà essere scavalcato solo se Eracle si trovasse in difficoltà finanziarie. Legate, ad esempio, alla necessità di rifinanziare il mutuo da 435 milioni posto a carico del fondo, della durata di cinque anni con opzione di estensione per altri due. Scadenze che non collimano né con quella di Eracle (25 anni) né con il *lock-up* delle cessioni (15 anni). Il finanziamento, che grazie all'effetto leva del 58% esalta il rendimento per i quotisti, dovrà così essere rifinanziato ogni cinque anni, come riportato nel dossier degli *advisor*/collocatori Banca Imi e Morgan Stanley. Dossier che,

per calcolare i rendimenti attesi, ipotizza che il tasso del mutuo (variabile e pari all'Euribor più 120 punti base) resti costante al 4,74% annuo iniziale (inclusi i costi di *hedging*) per l'intera vita del fondo. Dal collocamento (quando veleggiava al 5,4%) a oggi il tasso è calato, ma domani chissà. Dunque resta opinabile il *dividend yield* medio operativo («al lordo della ritenuta di acconto o imposta del 20%») indicato dagli *advisor* nel prospetto al 6%-6,5% sui primi cinque anni, del 6,5-7% sui primi 10 e del 7-7,5% sui primi 15, con un *internal rate of return* medio dell'8,5-9% «variabile a seconda del prezzo di acquisto delle quote». Il parere tecnico di Cacciamani è che Eracle presenti sì caratteristiche comuni di vantaggio sul piano della distribuzione dei flussi finanziari e sul rating del conduttore per investitori istituzionali quali il fondo pensione dei dipendenti del Banco Popolare. Tuttavia non sono da escludere elementi che in futuro, seppure non immediatamente, possano portare a ridurre il rendimento o a compromettere la stabilità del fondo. Dei rischi dell'evoluzione del mercato e della clientela bancari (che sempre più alla filiale preferisce internet e i canali virtuali), come delle concentrazioni tra banche (che per legge hanno effetti sulle filiali che rappresentano quasi l'intero patrimonio di Eracle) non v'è traccia nel dossier degli *advisor*/collocatori. Ciò implica la necessità di inquadrare le quote del fondo assolutamente non come singolo investimento, ma come *asset* in un portafoglio immobiliare più vasto, per ridurre il rischio e mantenere

un certo grado di liquidità.

I nodi della governance

Come rilevano sia Cacciamani sia Pasquale Sandulli, docente alla Sapienza di Roma, al quale il Fondo pensione dei dipendenti CreBerg ha chiesto un'avalutazione legale sull'investimento, il vero problema di Eracle resta comunque la *governance*. Secondo il Banco Popolare, contattato sulla questione, alla gestione del fondo pensa il cda di Generali Immobiliare Italia Sgr. Poi c'è il Comitato consultivo, che delibera sui casi previsti dal regolamento ed è eletto dall'assemblea dei partecipanti, espressione dei quotisti. Struttura che però non scioglie due nodi. Il primo e più rilevante è il tema dei conflitti di interesse tra Banco Popolare e investitori in Eracle. Secondo Sandulli è ovvio il «presumibile interesse» del Banco a «realizzare il massimo risultato dall'operazione di conferimento e collocazione delle quote». Una «situazione di conflitto di interessi» tra il Banco e quotisti che «non impedisce l'effettuazione dell'operazione» di investimento in Eracle da parte dei fondi dei dipendenti, ma che «determina l'insorgenza di precisi obblighi di trasparenza, in termini di comunicazioni da parte del responsabile del fondo alla Covip e di eventuale (se richiesta da Covip) informazione agli iscritti». Il secondo, che si innesta sul primo, è che il fondo non è quotato. Dunque la trasparenza andrà attentamente monitorata. La quadratura del cerchio, insomma, nemmeno Eracle è riuscito a realizzarla.

Nicola Borzi
nicola.borzi@ilssole24ore.com