

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PARMA

Dottorato di ricerca in “DETERMINAZIONE E  
COMUNICAZIONE DEL VALORE DI IMPRESA”

Ciclo XXII

**LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA DELLE  
IMPRESE IMMOBILIARI QUOTATE:  
IMPATTO DELLA RACCOMANDAZIONE  
CONSOB N. DEM/9017965 DEL 26 FEBBRAIO  
2009.**

Coordinatore:  
Chiar.mo Prof. Claudio Cacciamani

Tutor:  
Chiar.mo Prof. Claudio Cacciamani

Dottorando: Dott. Federico Cornelli

# Indice

|                                                                                                              |           |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|
| <b>Introduzione.....</b>                                                                                     | <b>p.</b> | <b>3</b>  |
| <b>1. Il settore immobiliare italiano.....</b>                                                               | <b>p.</b> | <b>5</b>  |
| 1.1 La catena del valore.....                                                                                | p.        | 5         |
| 1.1.1 Sviluppo dei progetti.....                                                                             | p.        | 5         |
| 1.1.2 Trading.....                                                                                           | p.        | 8         |
| 1.1.3 Locazione.....                                                                                         | p.        | 9         |
| 1.1.4 Prestazioni di servizi.....                                                                            | p.        | 9         |
| 1.2 Il mercato italiano.....                                                                                 | p.        | 11        |
| 1.3 Le Società incluse nel campione.....                                                                     |           | 17        |
| <b>2. Aspetti contabili di rilievo per la comunicazione finanziaria.....</b>                                 | <b>p.</b> | <b>19</b> |
| <b>3. Le Best Practices Policy Recommendations emanate da EPRA.....</b>                                      | <b>p.</b> | <b>21</b> |
| 3.1 Il framework e le informazioni generali.....                                                             | p.        | 21        |
| 3.2 I principi di redazione e valutazione.....                                                               | p.        | 22        |
| 3.3 Le modalità di presentazione dei report.....                                                             | p.        | 22        |
| 3.4 Altre informazioni.....                                                                                  | p.        | 23        |
| <b>4. La raccomandazione Consob n. DEM/9017965 del 26.2.2009.....</b>                                        | <b>p.</b> | <b>25</b> |
| 4.1 Rappresentazione del portafoglio immobiliare.....                                                        | p.        | 26        |
| 4.2 Situazione finanziaria debitoria.....                                                                    | p.        | 27        |
| 4.3 Informazioni relative al fatturato e alla redditività.....                                               | p.        | 28        |
| 4.4 Informazioni significative a cessioni significative di asset.....                                        | p.        | 28        |
| 4.5 Altre informazioni rilevanti.....                                                                        | p.        | 28        |
| 4.6 Indicatori alternativi di performance.....                                                               | p.        | 29        |
| <b>5. Gli esiti della raccomandazione Consob n. DEM/9017965 del 26.2.2009 sui bilanci al 31.12.2008.....</b> | <b>p.</b> | <b>30</b> |
| 5.1 Considerazioni preliminari e note metodologiche.....                                                     | p.        | 30        |
| 5.2 Aedes S.p.A.....                                                                                         | p.        | 33        |
| 5.3 Gabetti S.p.A.....                                                                                       | p.        | 37        |
| 5.4 Pirelli RE S.p.A.....                                                                                    | p.        | 43        |
| 5.5 Risanamento S.p.A.....                                                                                   | p.        | 49        |
| 5.6 Beni Stabili S.p.A.....                                                                                  | p.        | 52        |
| <b>6. Sintesi dei risultati ottenuti.....</b>                                                                | <b>p.</b> | <b>56</b> |
| <b>Conclusioni.....</b>                                                                                      | <b>p.</b> | <b>59</b> |
| <b>Bibliografia.....</b>                                                                                     | <b>p.</b> | <b>61</b> |

## Introduzione

Il settore immobiliare italiano, si trova al centro dell'attenzione degli investitori . L'importanza dei valori delle perizie e la difficoltà sperimentata negli ultimi due anni hanno incrementato l'avversione al rischio verso questo settore economico. I prezzi espressi dai titoli quotati nel mercato borsistico italiano si sono fortemente disallineati al ribasso rispetto ai valori di libro, indice di una scarsa fiducia degli investitori nel sistema di informazioni fornite al mercato

La raccomandazione Consob n. DEM/9017965 del 26.2.2009 ha cercato di incrementare il livello informativo a disposizione dei mercati, quindi la trasparenza, attraverso la richiesta, peraltro non prescrittiva, di implementare il contenuto informativo dei bilanci e degli altri documenti pubblicati dalle società immobiliari quotate, di ripristinare un clima di fiducia tra il mondo degli investitori e dei finanziatori, da un lato, e del settore immobiliare, dall'altro..

Il lavoro svolto intende verificare, attraverso l'analisi dei bilanci chiusi al 31.12.2008, il rispetto dei contenuti richiesti dalla raccomandazione sopra richiamata, delineando un profilo quali-quantitativo del contenuto informativo dei bilanci del campione. Per conseguire tale obiettivo, si è ritenuto opportuno inserire un capitolo, il primo, di presentazione generale del mercato immobiliare italiano suddiviso nei vari settori di riferimento al fine di far comprendere come questo segmento abbia potenzialità di crescita tuttora inesprese. In questo capitolo, inoltre, viene fatta una descrizione dei principali segmenti in cui viene tipicamente suddiviso il mercato immobiliare, mettendo in evidenza alcune novità rispetto al passato.

Nel secondo capitolo si analizzano, invece, le peculiarità contabili di tale settore che risultano di maggior interesse per i lettori dei bilanci di queste società, non ultimo il fair value, inteso come criterio di valutazione degli assets, richiesto dai principi contabili internazionali IAS/IFRS, alla cui applicazione sono tenute le società quotate sui mercati di Borsa Italiana Spa.

Il terzo capitolo, poi, ripercorre i contenuti delle best practices emanate da EPRA, acronimo di European Public Real Estate Association, che si inseriscono nel medesimo tracciato della raccomandazione Consob n. DEM/9017965 del 26.2.2009, oggetto del successivo quarto capitolo. Il quinto capitolo contiene le risultanze empiriche dello studio dei bilanci 2008 delle società del campione oltre che alla breve descrizione della situazione economica e patrimoniale dei gruppi analizzati.

Nel sesto capitolo, infine, il quale precede l'esposizione delle conclusioni del presente lavoro, viene riportata una sintesi dei risultati ottenuti ossia si specificano quali informazioni richieste da Consob sono state reperite e quali no.

# **1. IL SETTORE IMMOBILIARE ITALIANO**

## **1.1 La catena del valore**

La catena del valore del settore immobiliare è piuttosto ampia e articolata e comprende attività che, in via generale, vanno dall'acquisizione del terreno alla fase di vendita del singolo immobile o del complesso immobiliare eventualmente realizzati sull'area.

La catena del valore è arricchita da una serie di attività accessorie che permettono un ulteriore potenziale aumento del valore dell'intervento immobiliare.

Tra le principali attività che compongono la filiera immobiliare si evidenziano:

- sviluppo di progetti;
- trading;
- locazione;
- prestazione di servizi quali:
  - o il facility management;
  - o la fornitura di servizi consulenziali,
  - o l'apporto finanziario;
  - o la fornitura di servizi assicurativi.

Nei paragrafi successivi si descrivono le principali fasi che caratterizzano la catena del valore del settore immobiliare e, per ognuna di esse, si riepilogano le principali caratteristiche economiche, finanziarie e gestionali.

### **1.1.1 Sviluppo dei progetti**

Tipicamente qualsiasi attività imprenditoriale che riguardi il settore immobiliare ha inizio con l'acquisizione di un terreno o di un'area senza il requisito dell'edificabilità. Generalmente si acquisiscono terreni con destinazione agricola o comunque con basso grado di edificabilità.

In seguito viene avviato l'iter di richiesta delle autorizzazioni necessarie per lo sviluppo dell'area. In particolare, ciascun Comune presenta un Piano Strutturale Comunale (cosiddetto PSC) che definisce l'ubicazione delle aree che saranno soggette ad una nuova edificazione all'interno o in prossimità del singolo comune e soprattutto come in queste aree verranno ripartite le destinazioni d'uso. Il PSC dovrà essere approvato, oltre che dai singoli comuni, dal consiglio regionale e provinciale. Il tempo massimo di realizzazione è fissato in dieci anni entro i quali tale piano deve trovare compimento definitivo.

In seguito il Comune presenta il Piano Operativo Comunale (detto POC) concepito in relazione al PSC, che indica nel dettaglio i metri quadrati da assegnare ad ogni comparto (incluse le quote di verde pubblico, parcheggi, ecc).

Ogni POC ha una durata pari a cinque anni e quindi ogni comune deve sviluppare due POC per ogni PSC.

Le aziende costruttrici, quindi, presentano i piani particolareggiati per la realizzazione dei lavori che devono essere realizzati conformemente sia alle disposizioni del PSC sia del POC e sono propedeutici ai permessi di edificazione.

Infine, quando anche i Progetti Esecutivi, nei quali si definiscono il design architettonico dei singoli edifici e i dettagli del tipo di edificio/costruzione, ottengono l'autorizzazione comunale i lavori possono iniziare.

Una volta ottenuto il nulla osta all'inizio dei lavori che, in altre parole, non è altro che la concessione della caratteristica di edificabilità all'area acquisita, le scelte economiche che il titolare dei diritti sul terreno può compiere sono sostanzialmente tre.

Il soggetto può decidere di vendere il terreno ed il relativo progetto, beneficiando del cambiamento d'uso e quindi realizzando una sostanziale plusvalenza dalla cessione conseguita grazie all'incremento del prezzo di vendita di un terreno edificabile rispetto all'acquisto di un terreno agricolo o con basso grado di edificabilità.

Oppure, può decidere di realizzare compiutamente il progetto, utilizzando le proprie risorse oppure ricorrendo all'outsourcing con il conseguente aggravio dei costi ed allungamento dei tempi di rientro del capitale investito, e vendere l'immobile o il complesso realizzato incassando il corrispettivo adeguato allo stesso.

La terza ipotesi differisce dalla precedente nel fatto che il complesso realizzato non viene ceduto ma gestito attraverso l'affitto o altri contratti stabiliti con gli utilizzatori.

Va precisato che esistono anche soluzioni intermedie rispetto alle tre ipotesi sopradescritte quale, ad esempio, il frazionamento dei grandi appezzamenti in zone da vendere al momento dell'ottenimento delle autorizzazioni di edificabilità ed altre da vendere al termine della realizzazione del progetto ed altre ancora destinate alla locazione.

L'attività di sviluppo può anche espletarsi attraverso la riqualificazione di aree dismesse.

In questo caso immobili già esistenti vengono ristrutturati spesso anche attraverso il cambiamento della loro destinazione d'uso (es. ex capannoni industriali).

Per quanto riguarda gli aspetti economici, finanziari e gestionali di questa fase, è opportuno precisare che l'attività di acquisizione del terreno è caratterizzata da un basso assorbimento di

capitale in particolare per i terreni non edificabili. Tuttavia, allo stato attuale il sistema bancario è piuttosto rigido nell'erogazione di finanziamenti per questi investimenti e quindi l'approvvigionamento di risorse finanziarie appare difficoltoso.

Inoltre, l'iter che porta all'ottenimento della qualifica di edificabilità può non essere agevole ed in ogni caso comporta delle difficoltà nella gestione della procedura con il conseguente aggravio di costi di struttura e di allungamento dei tempi di realizzazione del progetto o della rivendita dell'area.

L'attività di sviluppo immobiliare solo in termini progettuali, poi, è anch'essa caratterizzata da un basso assorbimento di capitale a cui si contrappone però una difficoltà di stimare i tempi di realizzazione del progetto. Inoltre, per garantire la spendibilità, e quindi la futura possibilità di vendita del progetto che comporti la realizzazione del più elevato margine possibile per gli investitori, è fondamentale realizzare dei progetti innovativi e non sempre ciò è possibile in particolare in alcune aree ove la competizione diventa elevata o perché tale area è oggetto di un generalizzato processo di riqualificazione o perché vi è un'elevata domanda di determinate tipologie di immobili o perché l'area diviene improvvisamente strategica a causa di ampliamenti o ammodernamenti della rete infrastrutturale.

Al contrario delle attività sopradescritte, quella di costruzione di edifici, siano essi residenziali o commerciali, è caratterizzata da un elevato assorbimento di capitale che spesso viene mitigato attraverso il frazionamento in macro aree la cui realizzazione dei lavori viene portata avanti in modo non contemporaneo.

Questa attività impone all'imprenditore un monitoraggio costante del fabbisogno finanziario del progetto ai vari step cercando di prevedere, con un orizzonte temporale adeguato, la dinamica dei costi e dei ricavi che caratterizza il suo investimento, rilasciando risorse finanziarie sulla base degli "stati di avanzamento lavori".

In generale, proprio in virtù del fatto che è necessario reperire un ingente ammontare di risorse finanziarie, gli istituti bancari impongono vincoli piuttosto stringenti, oltre che in termini di *spread* sul finanziamento, anche sul rispetto dei business plan presentati e sugli stati di avanzamento lavori preventivati. Inoltre, le banche spesso pretendono il rispetto di alcuni *covenant* finanziari e la concessione di garanzie reali sugli immobili in corso di costruzione.

Per invertire la tendenza piuttosto sfavorevole della dinamica costi/ricavi, l'imprenditore può pensare di cedere le opere realizzate prima del loro compimento accelerando la fase di realizzo del margine del proprio investimento.

Un'altra opportunità per diminuire l'impegno finanziario da parte dell'investitore è rappresentata dalla realizzazione di lavori su commessa anche se questa opzione generalmente viene concessa per

la personalizzazione di alcune caratteristiche degli edifici che, tipicamente, rappresentano circa il 10-15% del valore dell'immobile.

L'attività di riqualificazione di aree dismesse, invece, pur mutuando alcune problematiche dell'attività sopradescritta, permette senza dubbio una dinamica temporale dei flussi più favorevole in quanto i tempi di realizzazione delle operazioni sono di solito più brevi rispetto alla costruzione ex novo. Inoltre, spesso è più facile il ricorso al credito che permette un miglioramento della leva finanziaria.

### **1.1.2 Trading**

A differenza dell'attività di "sviluppo immobiliare", l'attività di trading consiste nell'acquisto di prodotti finiti e successiva loro rivendita che spesso avviene dopo un frazionamento o una ristrutturazione. In questo caso l'attività di trading si arricchisce di alcuni processi tipici dell'attività di sviluppo.

L'attività di trading immobiliare può essere realizzata, anche attraverso il rilievo di crediti ipotecari o portafogli di crediti dalle banche e successiva valorizzazione degli immobili oggetto di garanzia.

Il trading immobiliare, al fine di garantire un margine adeguato a chi pone in essere queste operazioni, impone di fare ricorso ad un elevato livello di leva finanziaria in quanto il livello di assorbimento del capitale è elevato.

Conseguentemente, i vincoli imposti dagli istituti finanziatori sono molto stringenti e vengono generalmente richieste ipoteche di primo grado sugli immobili e la canalizzazione dei canoni di affitto nel caso l'operazione di trading riguardi immobili a reddito.

L'acquisto e la successiva rivendita dell'immobile espone il *trader* al rischio di oscillazione dei prezzi di mercato che potrebbero ridurre sensibilmente il margine ipotizzato.

Il *fair value* degli immobili è più stabile qualora il locatario abbia un contratto di locazione duraturo nel tempo.

A tal proposito, nel caso degli immobili a reddito, si sottolinea come sia un obiettivo prioritario del trader concordare con il locatario un contratto di affitto con un buon orizzonte temporale che consenta al locatore di far fronte alle proprie obbligazioni. A tal proposito, è fondamentale la predisposizione di business plan credibili anche relativamente all'attività svolta da colui che andrà ad occupare l'immobile.

L'attività di gestione di *non performing loan* comporta anch'essa un elevato assorbimento di capitale a cui si accompagna un rischio elevato di relativo alla stima dei tempi di rientro del credito e della percentuale di rientro delle somme.

In genere queste operazioni sono profittevoli, in quanto consentono una mitigazione dei rischi sopradescritti attraverso la loro diversificazione, se è possibile acquistare un portafoglio consistente di crediti immobiliari.

### **1.1.3 Locazione**

Questa attività si realizza mettendo a reddito unità o complessi immobiliari acquistati o edificati dal medesimo soggetto che poi li concede in locazione.

### **1.1.4 Prestazioni di servizi**

Alcune società del settore utilizzano le proprie *expertise* e risorse interne per fornire una serie di servizi accessori su patrimonio di terzi.

La presenza in queste aree di attività consente di stabilizzare maggiormente i ricavi in un'ottica di diversificazione delle attività svolte e nello stesso tempo permette di contenere l'assorbimento di capitale.

Alcune di queste attività accessorie possono riguardare aspetti finanziari dell'investimento e si sostanziano nella gestione di asset di terzi attraverso società di scopo o fondi immobiliari che possono essere o no partecipati (generalmente in quote di minoranza) dal gruppo. L'attività di gestione di fondi comprende anche l'istituzione ed il *placement* del fondo stesso (ad investitori *retail* o istituzionali) attraverso la propria SGR. Oppure, l'attività può riguardare l'intermediazione di prodotti creditizi e assicurativi destinati alla clientela *retail* e *corporate*

Le attività di supporto possono essere anche "commerciali" qualora si proceda all'intermediazione degli immobili realizzata o attraverso la propria rete o mediante l'affiliazione a reti in franchising.

L'altra macrocategoria di servizi accessori contiene i servizi di *facility management*, *property management*, consulenza generica e in materia di certificazioni energetiche, servizi informatici, studi di fattibilità di progetti, analisi di mercato, censimenti e regolarizzazioni.

I servizi cosiddetti di *facility management*, che nella loro accezione generale riguardano tutte quelle prestazioni che esulano dall'attività *core* del soggetto che le eroga, nel mondo immobiliare sono costituite da attività quali la manutenzione di impianti, delle aree verdi e degli immobili stessi, l'igiene ambientale, la gestione dei traslochi, ecc. Questi servizi vengono normalmente dati in outsourcing dalle società che svolgono attività immobiliari "tradizionali" a società specializzate e ciò permette di conseguire vantaggi nell'utilizzo dell'immobile stesso, nell'ottimizzazione delle risorse, nella specializzazione degli addetti e consente all'azienda Cliente di focalizzare i suoi processi nel proprio business avendo un quadro esaustivo dell'area "*non core*".

La gestione di asset immobiliare attraverso veicoli societari *ad hoc* (SPV) o attraverso fondi immobiliari, dal punto di vista economico, finanziario e gestionale richiedono un impegno finanziario solo qualora si intenda acquistare quote di minoranza. Tuttavia è necessario possedere un know how altamente specializzato e riconosciuto oltre alla capacità di collocamento delle quote dei fondi immobiliari sul mercato retail e/o istituzionale.

Infine, le attività di fornitura di servizi quali il facility o il property management coniugano l'aspetto positivo del basso assorbimento di capitale con una sostanziale stabilità dei ricavi. Dal punto di vista gestionale e organizzativo, queste attività richiedono una solida struttura organizzativa. Inoltre, è possibile realizzare delle sinergie con le altre aree di attività eventualmente svolte.

## 1.2 Il mercato italiano

L'Italia, come del resto anche tutta l'Europa continentale, presenta una larga diffusione della proprietà immobiliare. Nei paesi anglosassoni e in Giappone, invece, la proprietà immobiliare è maggiormente concentrata in un numero ridotto di proprietari, capaci quindi di gestire proprietà immobiliari di dimensioni anche rilevanti.

Per citare alcuni esempi, negli Stati Uniti e in Giappone gli investitori istituzionali sono proprietari della maggior parte de patrimonio immobiliare con una percentuale che si attesta attorno all'80%; segue il Regno Unito con il 70%<sup>1</sup>.

Al contrario, una ricerca effettuata da DTZ Resaerch<sup>2</sup> indica che nell'Europa Continentale gli investitori istituzionali sono proprietari solo del 32% del patrimonio immobiliare, mentre in Italia tale percentuale scende addirittura al 19%. Se da un lato questo valore assume rilievo positivo per la rilevanza etica della larga diffusione della proprietà immobiliare, dall'altro è evidente che il mercato immobiliare italiano ed europeo offrono grandi potenzialità di investimento agli investitori istituzionali. Parlando in valori assoluti, la sopracitata ricerca condotta da DTZ, conferma che in Italia ci sono ben 809 milioni di euro di immobili commerciali disponibili all'investimento; il nostro Paese è al quarto posto in Europa per valore immobiliare con potenzialità di investimento.

Quindi, il mercato italiano è un mercato di primaria importanza in termini di stock di cespiti su cui investire il quale risulta da un lato detenuto da una pletora molto frammentata di proprietari non professionali, e dall'altro caratterizzato da una buona diversificazione nelle destinazioni d'uso, caratteristiche queste che rendono il nostro mercato immobiliare particolarmente appetibile agli investitori in quanto consentono la minimizzazione del rischio e la diversificazione degli investimenti.

Parlando di performance, i trend positivi del contesto macroeconomico degli ultimi anni hanno fatto registrare un'uguale tendenza positiva anche nel settore degli investimenti immobiliari tale tendenza, tuttavia, si è in parte invertita a causa della crisi generalizzata del 2009.

La prima metà del 2006, infatti, fu un semestre record per il mercato immobiliare italiano che raggiunse un livello di investimenti pari a 3 miliardi di euro (il 17% in più rispetto allo stesso periodo del 2005). Questo valore, secondo una ricerca condotta da Jones Lang LaSalle, fu il più alto livello mai raggiunto in Italia. Questa crescita sembrava non essere imputata alla cessione di grandi portafogli ma a una generalizzata maturazione dell'intero sistema e all'attivazione di diversi fondi immobiliari.

---

<sup>1</sup> Vari, *Società di investimento immobiliare quotate*, Il Sole 24 Ore, 2007

<sup>2</sup> DTZ Money into Property

Un altro segnale incoraggiante per gli investitori istituzionali che arrivava dal mercato immobiliare italiano fu dato dal fatto che nel 2007 gli investimenti da parte di operatori stranieri coprirono solo il 42% del totale, ciò fu interpretato come un segnale incoraggiante in quanto mise in evidenza la nascita di operatori locali specializzati che stavano raccogliendo, tra le altre cose, l'opportunità data dall'introduzione delle SIIC.

Tuttavia, nonostante questi segnali incoraggianti il 2008, non fu all'altezza del 2007. Nel primo semestre si registrarono evidenti segnali di rallentamento: con la contrazione del numero delle transazioni sia al dettaglio che istituzionali, le quali soffrirono per la stretta creditizia adoperata dal sistema bancario.

I prezzi subirono un'evidente flessione in termini reali nonostante la sostanziale tenuta dei valori. Inoltre, aumentarono inevitabilmente i tempi medi di vendita e gli sconti sui prezzi richiesti.

Il **settore residenziale** già nel corso del 2007 aveva registrato un calo delle compravendite di abitazioni del 4,6% e anche il primo semestre del 2008 fu caratterizzato da segnali di affaticamento ed ulteriori flessioni sui volumi dei contratti.

Il mercato era sostanzialmente paralizzato a causa della contemporaneità di due fattori fondamentali: il clima economico di contesto, che conteneva già i germi della crisi di fine anno e le restrizioni operate dagli istituti di credito in merito alle erogazioni di nuovi mutui. La combinazione di questi due elementi comportò da un lato la debolezza della domanda e dall'altro la difficoltà dell'offerta di trovare allocazione, sia per quanto riguardava lo stock esistente, sia la nuova edilizia. Nel 2007 il valore totale delle case vendute fu di circa 123 mentre nel 2008 tale valore fu circa di 110 miliardi.

I tempi medi di vendita superarono mediamente i 5 mesi e mezzo, ma nelle zone urbane decentrate raggiunsero anche i 7 mesi.

Rispetto al 2007, inoltre, gli sconti concessi nel primo semestre del 2008 raggiunsero il 12,2%.

La variazione semestrale dei prezzi delle abitazioni si attestava sul 2,1% (ma le abitazioni nuove crebbero solo dell'1,7%), con un incremento annuale del 4,2%. Si è trattato dell'aumento più contenuto dell'ultimo decennio che si riduce ad un mero 1,1% se deflazionato.

Per quanto riguarda il 2009, invece, dalla Nota Trimestrale dell'Agenzia del territorio emerge che il numero di compravendite cosiddette NTN<sup>3</sup> nel settore residenziale, a livello nazionale, con 163.894 NTN, mostra un calo del 12,9%. Il calo è stato maggiore al centro e più contenuto, invece, al nord e al sud. La contrazione di questo settore è stata più marcata nei comuni non capoluogo. Infatti, nelle

---

<sup>3</sup> Con NTN si intende "il numero di transazioni di unità immobiliari "normalizzate" ossia le compravendite dei diritti di proprietà sono contate relativamente a ciascuna unità immobiliare tenendo conto della quota di proprietà oggetto di transazione; ciò significa che se di una unità immobiliare è compravenduta una frazione di quota di proprietà, per esempio il 50%, essa non è contata come una transazione, ma come 0,5 transazioni" (fonte Direzione Centrale Osservatorio Mercato Immobiliare e Servizi Estimativi-Agenzia del Territorio).

città il mercato residenziale, rispetto al medesimo periodo dell'anno scorso, ha registrato un calo dell'8,9% mentre nei comuni minori tale decremento ha raggiunto il 10,9%. Tale andamento evidenzia una ripresa delle quote di mercato dei capoluoghi, soprattutto quelli del centro nord, a scapito delle zone provinciali.

Nel complesso il primo semestre del 2009, nonostante un primo trimestre particolarmente penalizzante in particolare per le regioni del nord, registra una lieve ripresa proprio nelle stesse regioni nord.

Per quanto riguarda i prezzi del settore residenziale si è registrato nel primo semestre del 2009 un leggero decremento del valore medio nazionale che è sceso a 1.578 €/Mq (-05% rispetto al secondo semestre 2008).

**Il segmento degli uffici** vide nel primo semestre del 2008 un rallentamento nella domanda, nel numero di compravendite e nei tempi medi di vendita e un aumento negli sconti praticati; tale trend sembrava essere più accentuato per quanto riguarda le location periferiche, mentre sembrava risparmiare gli immobili di qualità, nelle *prime locations*.

I prezzi nel primo semestre 2008 aumentarono del 3%, mentre i canoni di locazione si incrementarono in media dell'1,6% su base semestrale e del 2,4% sull'anno. In termini reali si registrò quindi un calo dei canoni dello 0,6% su base annuale con una conseguente riduzione della redditività da locazione, ora pari al 5,1%.

L'attività degli investitori istituzionali mostrava ancora una buona tenuta, nonostante la crisi del credito stesse portando ad un'ovvia diminuzione delle leve applicate e, in generale, delle dimensioni medie delle operazioni sul mercato.

Nel secondo trimestre 2009 il calo di compravendite medio, rispetto al secondo trimestre 2008, è stato del 5,4% migliorando nettamente rispetto al calo del 20,4% registrato nel primo trimestre. Il sud Italia, invece, mostra un dato in controtendenza rispetto alla media nazionale registrando un incremento delle compravendite NTN del 13,1%.

**Il mercato degli immobili commerciali** tradizionali mostrava anch'esso un'evidente debolezza. In analogia a quanto già rilevato per le altre destinazioni immobiliari, si allungarono le tempistiche di vendita e locazione (rispettivamente 6 mesi e 4,4 mesi in media, con incrementi meno evidenti in rapporto agli altri segmenti immobiliari) e si ampliarono gli sconti sul prezzo, oggi pari in media all'11,7%.

Nel 2008, infatti, i prezzi aumentarono del 3,7%, in linea con il primo semestre del 2007, con un tasso di crescita nominale annuo al 6%. Fu la *performance*, in termini reali, più contenuta dal 2000,

sebbene superò quanto messo a segno dagli altri settori immobiliari. Anche in relazione ai canoni, sembrava esservi una certa tenuta dal momento che superarono i risultati ottenuti dagli altri comparti. L'incremento dei canoni di locazione, pari in media al 2,6% sul semestre, fu l'unico che riuscì a tenere il passo con l'erosione data dall'inflazione e ciò permise di conseguire una redditività lorda da locazione al 7,4%.

Il secondo semestre 2009, dopo la netta contrazione registrata nel primo trimestre 2009 (-24%), ha visto un ridimensionamento del decremento con un valore medio nazionale del 14,5%.

**Il segmento degli immobili industriali** italiano era, ed è, il secondo mercato in Europa in termini di spazi, con oltre 470 milioni mq e si conferma secondo solo alla Germania, con un valore stimato di 780 milioni mq (dati 2008).

Dal punto di vista geografico, la domanda si concentra prevalentemente nelle aree disposte lungo i nodi stradali e autostradali; tuttavia alcune società stanno investendo in zone meno prestigiose ma dotate di buoni servizi di comunicazione beneficiando di costi complessivi inferiori.

Anche nel comparto industriale il 2008 ha delineato l'andamento differenziato dei prezzi di vendita relativi agli spazi di alto livello, in crescita pressoché ovunque, rispetto a quelli più datati, con riferimento ai quali la situazione è statica e in calo.

Con un volume di transazioni che a fine 2008 anno toccò i 4,7 miliardi di euro, il settore degli immobili industriali in Italia è uscito da una crisi durata circa cinque anni. Il settore in maggiore crescita è quello della logistica e soprattutto quella per le strutture di ampia dimensione. Pochi scambi invece per i complessi abbandonati o fatiscenti.

La crisi che ha investito il settore industriale tra fine 2008 e 2009 si è inevitabilmente riverberata sul mercato degli immobili produttivi il quale è stato il settore che ha registrato i cali più marcati nel numero delle compravendite. Il calo tendenziale medio del secondo trimestre 2009 è pari al 20,3%, comunque in miglioramento rispetto al -33% del primo trimestre. Il numero maggiore delle compravendite avviene ancora nel Nord Italia con il 70% delle transazioni totali.

In linea generale il 2009, come era facile immaginare, non ha mostrato dati incoraggianti. Nel secondo semestre del 2009, infatti, il calo degli investimenti in costruzioni si è ulteriormente accentuato rispetto alla prima metà dell'anno (-1,6%), in particolare per quello che riguarda il settore residenziale e produttivo.

La percezione degli operatori del settore secondo una ricerca condotta Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa, è quella di un peggioramento nel breve periodo del mercato di riferimento, e più in generale del mercato immobiliare italiano.

Va anche segnalata a questo proposito una generalizzata difficoltà di accesso al credito segnalata sia dal mondo imprenditoriale/industriale sia dal cosiddetto segmento *retail* che ha ulteriormente frenato le manovre di investimento dei consumatori in senso lato.

Il **mercato dei mutui** retail (mutui concessi alle famiglie per l'acquisto dell'abitazione) nel primo trimestre del 2008, rispetto al dicembre del 2007, registrò una flessione dell'importo erogato pari a circa 3 miliardi di euro. Lo stock dei mutui in mano alle famiglie era così tornato a quota 223 miliardi di euro, un livello leggermente inferiore a quello di sei mesi precedenti.

Nel secondo trimestre del 2009 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile ha segnato un leggero incremento attestandosi al 58%, rispetto al 91% medio dell'area dell'euro.

Gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito hanno registrato un'ulteriore diminuzione rispetto al reddito disponibile, complice anche la progressiva riduzione dei tassi di interesse applicati ai mutui a tasso variabile.

Per quanto riguarda il **mercato dei fondi immobiliari** i dati del 2008 hanno mostrato un trend di crescita per il settore dei fondi immobiliari. Il numero di fondi operativi era in aumento così come erano in crescita i valori di patrimonio e attivo gestito. Il patrimonio, forte della rivalutazione del portafoglio e di flussi di raccolta lordi pari a circa 1,2 miliardi di euro, arrivava a superare abbondantemente i 20 miliardi di euro.

Nel corso del primo semestre 2008 erano diventati operativi 13 nuovi fondi, di cui 9 riservati a investitori qualificati e costituiti mediante apporto, 2 riservati e costituiti in modo ordinario e 2 ad apporto dedicati al mercato retail.

Il censimento effettuato da Assogestioni conta, a fine giugno 2008, 122 fondi operativi, di cui 29 fondi retail e 93 riservati. Il patrimonio attribuito ai primi è pari a 7,3 miliardi di euro, il 36,2% degli asset complessivi.

A fine giugno 2008 le attività si sono attestate a oltre 33,2 miliardi di euro, con un incremento che negli ultimi sei mesi ha superato il 6,2%. Tale risultato è frutto anche del ricorso alla leva: di cui ne fanno uso 102 fondi su un totale di 122, con un grado di utilizzo pari al 68%.

Per quanto riguarda l'*asset allocation* per destinazione d'uso si osserva che gli investimenti del settore immobiliare sono prevalentemente orientati al settore uffici (quasi 15,8 miliardi di euro), seguito dal settore commerciale (4,8 miliardi di euro).

Dal punto di vista dell'*asset allocation* geografica, il Nord Ovest, con 13,1 miliardi di euro, è l'area in cui si registrano i principali investimenti. Il 31,4% degli impieghi, pari a 9,3 miliardi, si trova al Centro. Seguono Sud e Isole con quasi 3,2 miliardi di euro (10,7%) e il Nord Est con 3,1 miliardi di euro. Restano ancora poco consistenti gli investimenti all'Esteri con una percentuale pari al 3% del totale.

Dal primo rapporto Nomisma per il 2009 è emerso che i fondi immobiliari ad apporto hanno raggiunto la quota di mercato dell'83% a scapito dei fondi ordinari che rappresentavano l'unica scelta possibile per investimenti che non riguardassero la valorizzazione di immobili pubblici.

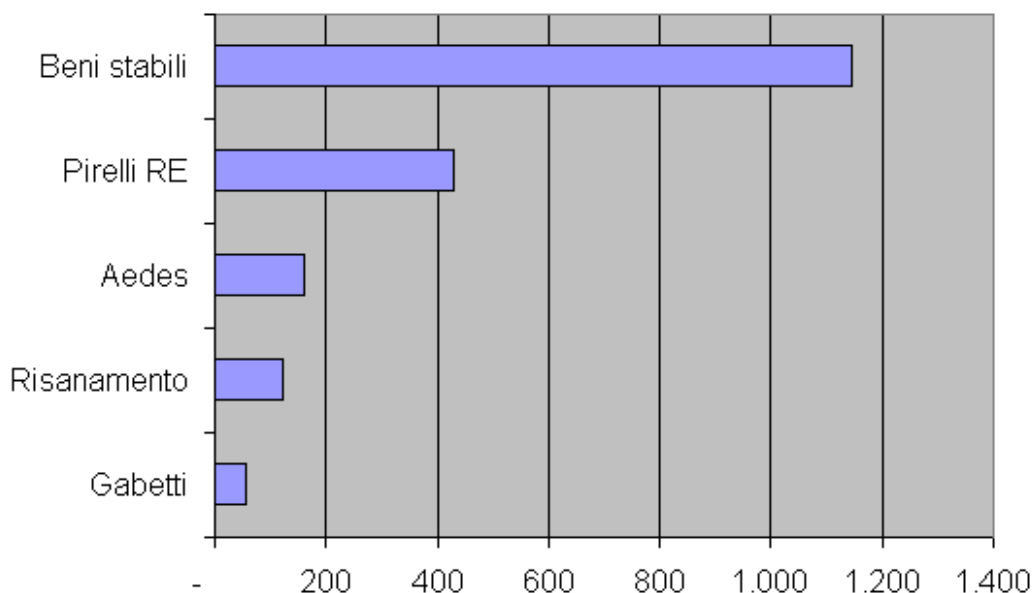
L'asset allocation si è sostanzialmente equilibrata tra i diversi settori immobiliari anche a causa del fatto che lo sfavorevole scenario economico ha indotto le SGR a differenziare e diversificare le proprie scelte di investimento al fine di raggiungere livelli superiori di redditività rispetto ai settori tradizionali.

Un altro dato che segnala il momento non proprio positivo vissuto dai fondi immobiliari italiani è quello che riguarda i rimborsi anticipati riconosciuti nel primo semestre del 2009. Si sta parlando, sempre secondo il rapporto emesso da Nomisma, di "soli" 21,5 milioni di Euro contro i 320 restituiti nel 2008. Su tale dato pesa, tuttavia, la scelta di alcuni fondi di rimandare la restituzione del capitale a causa della difficile liquidabilità degli immobili.

I dividendi distribuiti sono risultati anch'essi in leggera flessione pur rimanendo tutto sommato in linea con gli anni precedenti.

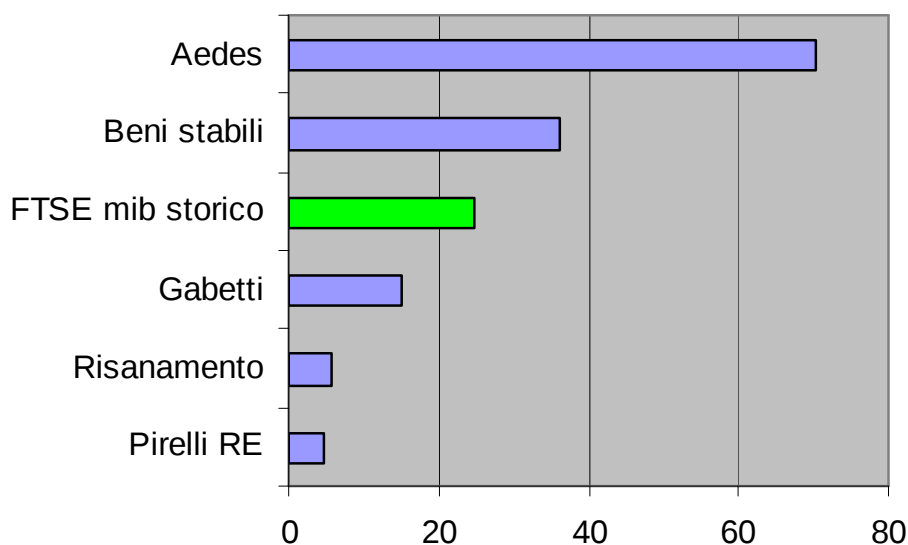
### 1.3 Le Società incluse nel campione

Di seguito si riportano alcuni dati sulle società immobiliari quotate sui mercati di Borsa Italiana S.p.A..



**Figura 1: Capitalizzazione in Milioni di Euro**

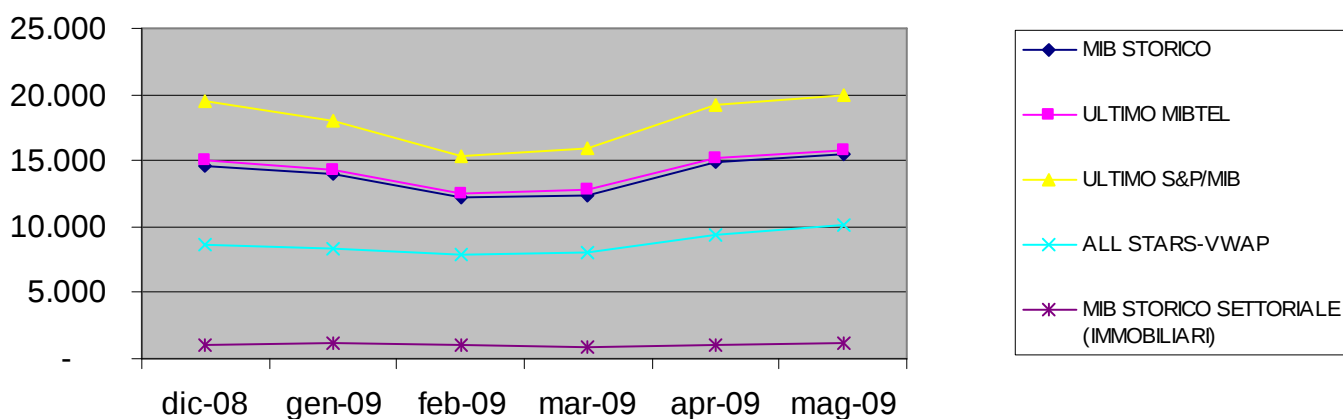
In termini di capitalizzazione, le società incluse nel settore immobiliare rappresentano lo 0,6% circa della capitalizzazione complessiva del mercato azionario italiano che al 30.11.2009 ammontava a 435.756 milioni di Euro. Il campione esaminato con una capitalizzazione al 2.12.2009 pari a circa 1.912 milioni di Euro corrisponde a circa lo 0,5% della capitalizzazione complessiva.



**Figura 2: Variazione percentuale annua della quotazione**

L'analisi dell'andamento di borsa delle società del campione per il periodo 1 gennaio 2008 – 10 dicembre 2009 evidenzia in particolare:

- Dal grafico sotto riportato emerge che il paniere dei titoli di società immobiliari quotati è risultato sottoperformante rispetto ai principali indici elaborati da Borsa Italiana anche per tutto il 2009.



**Figura 3: Confronto tra l'andamento dell'indice settoriale immobiliare e i principali indici di Borsa Italiana spa**

## 2.ASPETTI CONTABILI DI RILIEVO PER LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA

L'informativa che emerge dai bilanci delle società immobiliari può essere resa difficoltosa dalla diversa contabilizzazione del valore degli attivi immobiliari.

Infatti, solo alcune società del settore fanno periziare il portafoglio immobiliare da esperti terzi indipendenti e non tutte rendono noto al mercato il risultato di tali perizie.

La diversa classificazione degli immobili, poi, tra rimanenze ed immobilizzazioni può comportare una conseguente diversa valorizzazione delle stesse<sup>4</sup>.

Infatti, le rimanenze vengono valutate al costo di acquisto (alcune società richiedono la valutazione dell'esperto per verificarne la recuperabilità del valore), mentre gli immobili iscritti nell'attivo immobilizzato posso essere valutati al costo ovvero al fair value (criterio seguito da diverse società del settore). In quest'ultima circostanza, gli stessi sono soggetti ad *impairment test*. L'ulteriore difficoltà deriva dal fatto che spesso le perizie sul portafoglio immobiliare sono riviste solo annualmente (ed in rari casi semestralmente).

Per quanto riguarda gli immobili detenuti per finalità di investimento, quelli cioè detenuti, ad esempio, al fine di percepire canoni di locazione, lo IAS 40 prevede che la prima iscrizione consideri il prezzo di acquisto cui devono essere aggiunti gli oneri accessori direttamente attribuibili.

Successivamente, l'immobile deve essere valutato almeno annualmente, se non semestralmente, al *fair value*. Con questo termine ci si riferisce al prezzo al quale l'immobile potrebbe essere scambiato tra parti indipendenti, interessate e disponibili ad attuare la transazione.

Nel fair value non devono essere considerati:

- il valore aggiunto discendente dalla creazione di un portafoglio di immobili diversificato;

---

<sup>4</sup> Gli immobili di investimento, iscritti tra le immobilizzazioni, sono quelli detenuti stabilmente al fine di percepire i canoni di locazione e conseguire un apprezzamento del capitale investito. Tra le immobilizzazioni sono inclusi anche gli immobili in fase di sviluppo (costruzione, trasformazione, ristrutturazione cc) per i quali si prevede un utilizzo come immobili di investimento; gli stessi sono iscritti al costo di acquisto incrementato dei costi sostenuti per le attività di sviluppo fino al completamento dei lavori.

- le eventuali sinergie tra investimenti immobiliari e altre attività;
- i diritti o le restrizioni legali riguardanti solo l'attuale proprietario;

- i benefici o gli aggravii fiscali riguardanti l'attuale proprietario;
- gli eventuali investimenti futuri di capitale che miglioreranno o valorizzeranno l'immobile.

Qualora non ci sia la disponibilità di un fair value derivante da un prezzo riferibile a un mercato attivo per un immobile ubicato nella stessa zona, nelle stesse condizioni e soggetto a condizioni locative simili, si deve fare ricorso a stime alternative che dovranno essere rettificare per tenere conto delle differenze con l'immobile target.

Agli immobili strumentali, invece, si applica lo IAS 16. Nel caso in cui l'immobile entri nella sfera aziendale a seguito di un acquisto, esso verrà contabilizzato al costo aumentato delle spese direttamente imputabili, mentre per gli immobili costruiti in economia il costo di prima iscrizione comprenderà: il costo delle materie prime, spese progettuali, costi di manodopera e forniture da terze economie, costi indiretti specificatamente riferibili all'immobile.

Tornando agli immobili detenuti ai fini di investimento, si rileva come la mancata esplicitazione dei valori di perizia renda difficile valutare il rispetto di alcuni covenant tipici del settore quali il LTV (loan to value); a ciò si aggiunge il fatto che spesso i finanziamenti ed i relativi covenant sono fissati in relazione a singoli progetti ed in alcuni casi su singoli immobili per cui una verifica può essere fatta solo dalla società stessa avendo a disposizione dati ad un livello di dettaglio superiore rispetto a quelli tipici di bilancio.

Anche per il covenant ICR (interest cover ratio) ovvero il rapporto tra i proventi del mutuatario derivanti dai canoni di locazione e il servizio del debito (interessi e capitale) valgono le stesse considerazioni.

Queste difficoltà comunicative si ripercuotono inevitabilmente sul rapporto dell'Emittente sia con il sistema bancario sia con gli investitori.

La classificazione e la valutazione degli investimenti è solo un esempio delle criticità contabili/informative che coinvolgono il bilancio delle società immobiliari.

Altri problemi, per i quali sarebbe opportuno fornire informazioni di dettaglio al pubblico e a tutti gli stakeholders, sono dati, ad esempio, dal livello e dalle caratteristiche dell'indebitamento, dalla redditività e dalle operazioni di cessioni rilevanti.

La raccomandazione CONSOB DEM/9017965 del 26.2.2009 affronta questi temi e, pur non avendo un carattere normativo, auspica di divenire un punto di riferimento per il settore fornendo esempi di *disclosure* e insistendo sulla necessità di fornire informazioni trasparenti e comparabili.

Per una trattazione più approfondita relativa alla sopracitata raccomandazione CONSOB, si rimanda al capitolo 4 del presente lavoro.

### 3. Le Best Practices Policy Recommendations emanate da EPRA

Nel maggio 2008 l'associazione EPRA (*European Public Real Estate Association*) ha emanato un aggiornamento del set di best practices relative alla comunicazione finanziaria che il suo *best practices Committee* aveva già diffuso nel corso del Novembre 2006.

L'obiettivo principale di queste raccomandazioni è quello di rendere i report diffusi dalle società immobiliari europee quotate più comprensibili, con un'informativa maggiormente trasparente e che consentano una comparabilità tra i diversi esercizi analizzati e anche tra le diverse società del Continente.

In generale, gli argomenti relativi alla comunicazione finanziaria che il documento EPRA affronta riguardano una panoramica generale dei contenuti dei report, i principi di redazione e di valutazione, le modalità di presentazione dei report ed infine il metodo di calcolo di due indicatori di performance tipici delle società immobiliari il NAV (*net asset value*) e l'EPS (*earnings per share*).

#### 3.1 Il framework e le informazioni generali

Queste best practices si riferiscono a società che redigono i loro bilanci secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e pertanto alcune raccomandazioni ne richiamano semplicemente gli assunti approfondendo solo alcuni aspetti.

Ad esempio, si raccomanda, come prescritto peraltro dallo IAS 1.9, di inserire nei report e nei bilanci le relazioni finanziarie predisposte dal management che descrivano gli andamenti finanziari della società e la posizione finanziaria netta.

Oltre alle informazioni quantitative relative a quanto sopra, si raccomanda anche di inserire anche degli approfondimenti descrittivi che trattino, ad esempio, la sfera strategica della vita della società in particolare parlando di:

- o Mission dell'impresa;
- o Strategie di investimento del periodo appena concluso comparato con quello corrispondente dell'esercizio precedente;
- o Attuale posizionamento nei principali mercati immobiliari approfondendo anche la natura del business svolto, la composizione del portafoglio immobiliare;
- o L'andamento generale del mercato immobiliare e come questo viene interpretato dal management in relazione all'impatto che ha sulla società;
- o Strategie di investimento che si pensa di adottare nel breve periodo ed i relativi obiettivi economici e finanziari.

Oltre a queste informazioni di tipo strategico EPRA suggerisce in questo ambito di inserire anche informazioni anagrafiche relative ai soggetti che fanno parte degli organi esecutivi e di controllo.

Poi, nonostante i principi contabili non siano prescrittivi in questo senso, la raccomandazione EPRA suggerisce di redigere i report in lingua inglese in quanto, essendo indubbiamente la lingua più parlata nel mondo finanziario, incrementa le possibilità che potenziali sottoscrittori di capitali di rischio abbiano accesso alle informazioni contenute nei report.

Un altro tema trattato, sempre all'interno delle raccomandazioni generiche, viene suggerita anche una tempistica di diffusione dei report interinali. In linea generale, si suggerisce di diffondere frequentemente informazioni finanziarie tenendo però presente che esistono dei tempi tecnici per la redazione dei documenti stessi.

Anche le strategie di mitigazione e controllo dei rischi finanziari devono essere commentate nei report diffusi.

### **3.2 I principi di redazione e valutazione**

Come noto, gli IAS consentono alle società immobiliari di scegliere tra il metodo di contabilizzazione degli immobili detenuti per l'investimento: il *fair value* o il metodo del costo.

Dal momento che, come detto, uno degli obiettivi principali delle best practices di EPRA è quello di implementare l'uniformità e la comparabilità dei report diffusi, viene quindi auspicato e consigliato l'utilizzo del fair value in quanto tale metodo è in grado di garantire la trasparenza e quindi la comparabilità delle poste in valutazione conferendo una maggiore affidabilità alle informazioni finanziarie ad esse collegate.

Inoltre, il fair value è il metodo da preferirsi nel calcolo del NAV.

### **3.3 Le modalità di presentazione dei report**

Le raccomandazioni ERPA suggeriscono di presentare il conto economico sulla base del modello proposto dagli IFRS eventualmente adattato per tenere conto delle specificità delle singole imprese.

Per quanto riguarda lo stato patrimoniale, poi, si suggerisce di mettere in evidenza tutti gli assets classificati in base alle categorie "correnti" o "non correnti".

E' consigliata anche la redazione del rendiconto finanziario compilato secondo il format "indiretto" anche se viene precisato che il metodo con cui viene costruito non è così fondamentale quanto la qualità delle informazioni in esso contenute.

### 3.4 Altre informazioni

La sezione successiva del documento ERPA contiene alcuni aspetti specifici di cui dare conto nei report finanziari per migliorare la trasparenza e garantire la comparabilità tra le società immobiliari.

Uno di questi aspetti riguarda la *disclosure* sui compensi percepiti dagli organi amministrativi e da quelli di controllo. In particolare dovrebbero essere comunicate ai fruitori dei report finanziari: gli stipendi base, gli eventuali bonus e/o fees, i benefits ed il totale percepito. Inoltre è opportuno comunicare la durata del contratto e le eventuali opzioni o altri diritti sulle azioni della società precisando i modi ed i tempi per il loro esercizio.

Un altro argomento trattato, peraltro particolarmente importante, è quello che riguarda l'informativa sugli estimatori esterni che sono chiamati a redigere perizie sugli immobili della società. In particolare si raccomanda di informare i terzi relativamente alle procedure di affidamento degli incarichi che dovrebbero essere dati a parti indipendenti. Inoltre, il rapporto economico dovrebbe essere regolato sulla base di un corrispettivo fisso indipendente dai risultati della perizia.

In seguito il documento prosegue raccomandando di inserire informazioni operative e finanziarie in merito a società controllate con *joint ventures* in cui la società abbia un interesse.

Per quanto riguarda le informazioni operative si consiglia di inserire in particolare il nome ed il business della target, la data di costituzione, la percentuale di possesso, l'*accounting period*, l'eventuale calendario con cui vengono distribuiti i dividendi, informazioni sui debiti in particolare relativamente a quelli per i quali è prevista una clausola di ripianamento da parte della società, le informazioni in merito agli altri soci e alle relazioni intrattenute con essi, un breve resoconto sulle performance della target.

Si raccomanda, poi, di fornire informazioni in merito ai finanziamenti e alla posizione debitoria. Oltre a quanto prescritto dagli IAS/IFRS ai sensi delle raccomandazioni ERPA si dovrebbe rendere evidente la componente finanziaria relativa a ciascuna posta di bilancio oltre alla valutazione di mercato degli strumenti di *hedging*. Inoltre si consiglia di inserire informazioni sulle garanzie concesse a fronte di finanziamenti che pongano dei vincoli sugli asset della società oltre al costo medio ponderato del debito.

Infine, viene consigliato di inserire nelle relazioni al bilancio di fine esercizio, oltre che sul sito internet, dati sulle performance finanziarie storiche relative, almeno, agli ultimi 5 anni.

Le *best practices* di ERPA sopra sintetizzate hanno, come detto, il duplice obiettivo di garantire un elevato livello di trasparenza e di consentire la comparabilità tra le diverse società immobiliari e tra i diversi periodi.

La raccomandazione Consob n. DEM/9017965 del 26.2.2009, che verrà analizzata nel capitolo successivo e nei suoi aspetti formali e nel capitolo 5 per quanto attiene ai suoi effetti empirici, si inserisce in questo solco recependo alcune delle raccomandazioni proposte da ERPA soffermandosi in particolare sulla descrizione del portafoglio immobiliare e sulla composizione del debito insistendo molto sulla correlazione tra asset detenuto, fonti finanziarie utilizzate e marginalità conseguita.

## **4.LA RACCOMANDAZIONE CONSOB n. DEM/9017965 del 26.2.2009**

L'oggetto di questo documento riguarda le informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società immobiliari quotate.

La raccomandazione, che non ha valenza normativa, parte dall'assunto che la congiuntura economica del periodo rende difficoltoso il contesto socio-economico in cui le imprese sono chiamate a svolgere la loro operatività.

Le istanze di trasparenza e di tutela del consumatore/investitore diventano sempre più pressanti anche alla luce degli ultimi scandali finanziari che si sono succedute in tutti i continenti.

Il settore immobiliare appare, anche alla luce di autorevoli ricerche di settore condotte anche dalla stessa Consob, particolarmente esposto al rischio di stress economico finanziario a causa della difficoltà nel reperire risorse finanziarie, nel rallentamento delle opportunità di smobilizzo e nella discesa dei prezzi che si sta verificando a partire dall'avvio della crisi e nonostante la compressione della curva dei tassi di interesse a breve.

Le variabili chiave che caratterizzano questo settore sono innanzitutto la composizione del portafoglio immobiliare che può determinare diversi valori dello stesso, il grado di indebitamento e la sua tipologia. Appare quindi fondamentale una disclosure informativa e comparabile, sia in sede di bilancio di fine esercizio, sia alle date dei rendiconti semestrali, su queste variabili.

Le "esternalità positive" che potrebbero originarsi da questa maggiore trasparenza e approfondimento informativo vanno da un minore spread applicato dagli istituti di credito a una soddisfazione maggiore di coloro che apportano capitale di rischio, ad un maggior richiamo di investitori istituzionali.

L'assunto da cui muove questa raccomandazione è che, nel campione di società immobiliari quotate analizzato, esiste una certa disomogeneità nella modalità, nella "quantità" e qualità con cui vengono date alcune informazioni nelle relazioni finanziarie annuali e semestrali nonché nei comunicati stampa.

I temi su cui la Consob tenta di intervenire per migliorarne la comunicazione sono:

- la composizione del portafoglio investito;
- l'informativa in merito agli stati di avanzamento dei progetti di sviluppo;
- la situazione debitoria;
- l'esposizione del fatturato e dei margini derivanti dalle attività svolte, a taluni rischi di tipo finanziario o contrattuale.

Prima di proseguire nella trattazione puntuale di questi argomenti, è utile precisare che il framework contabile entro cui si muove la raccomandazione in oggetto è quello dei principi contabili internazionali (IAS e IFRS), in particolare IAS 1, IAS 40, l'IFRS 7 e 8.

#### **4.1 Rappresentazione del portafoglio immobiliare**

Una corretta rappresentazione della composizione del portafoglio immobiliare, che sappia tenere conto della significatività degli importi, assicura al lettore del bilancio di poter comparare i diversi portafogli delle varie società immobiliari.

Una possibile sottoclassificazione delle categorie previste dalla normativa potrebbe essere quella che metta in evidenza i componenti sotto elencati:

- progetti di sviluppo;
- investimenti immobiliari;
- immobili destinati al trading;
- altre categorie di cui andrà descritta la natura;
- eventuali attività detenute attraverso veicoli o fondi non consolidati;
- la percentuale degli immobili commerciali, residenziali ecc.

Gli amministratori, poi, avranno cura di inserire i commenti alle voci sopra proposte nelle note alle singole voci di bilancio e di indicare i criteri adottati per la loro contabilizzazione.

Per ciascun componente sopraelencato oltre al valore contabile alla data della relazione e il criterio di contabilizzazione adottato, la raccomandazione suggerisce di inserire il valore di mercato alla medesima data nonché la data di effettuazione dell'ultima perizia.

Consob, per valore di mercato intende *“il valore determinato, sulla base di perizie indipendenti, sia in relazione alla determinazione del fair value sia ai fini delle altre richieste previste dai principi contabili internazionali (ad es. per le verifiche di impairment)”*.

Oltre alla trasparenza delle informazioni fornite, questa raccomandazione Consob, come detto, insiste anche sulla comparabilità delle informazioni fornite. A livello aggregato, infatti, suggerisce di fornire un commento relativamente alle variazioni di valore complessivo del portafoglio immobiliare rispetto a quello comunicato nella relazione finanziaria precedente, indicando, eventualmente:

- le acquisizioni;
- i disinvestimenti;
- gli incrementi e i decrementi valutativi.

A livello delle singole categorie del portafoglio immobiliare, Consob suggerisce di fornire ulteriori informazioni di dettaglio.

Ad esempio, per i principali progetti di sviluppo è opportuno dar conto dello stato di avanzamento lavori del progetto, delle modalità di finanziamento nonché di eventuali vincoli autorizzativi. Sarà inoltre opportuno segnalare eventuali significativi ritardi o anticipi nella tempistica prevista per il termine dei lavori o per alcune fasi di esse.

Per quanto riguarda invece gli immobili di investimento messi a reddito è opportuno informare innanzitutto in merito alla concentrazione significativa verso alcuni clienti, in particolare se questi sono parti correlate. Inoltre, si consiglia di comunicare l'approssimarsi della scadenza dei relativi contratti. Altre informazioni da inserire nei comunicati e nelle relazioni per questo tipo di immobili sono il tasso di rendimento medio, e le modalità con cui questo viene calcolato, il tasso di occupazione; eventuali problemi di incasso dei crediti verso locatari e altre situazioni degne di essere monitorate.

#### **4.2 Situazione finanziaria debitoria**

Varie ricerche condotte sul settore immobiliare hanno messo in luce come esista una correlazione diretta tra le principali iniziative in portafoglio e le passività finanziarie ad esse allocabili.

Nonostante altre fonti normative (es.: IFRS 7 e comunicazione Consob n. 6064293 del 28-7-2006) prevedano la comunicazione di alcune informazioni relative al debito, con la raccomandazione in oggetto, Consob auspica una maggiore standardizzazione delle informazioni fornite, in particolare per quanto riguarda i finanziamenti direttamente allocabili ai singoli *asset* immobiliari di rilevante entità. Una volta descritte le principali iniziative che compongono il portafoglio immobiliare sarà opportuno quindi inserire le *passività finanziarie* sostenute o contratte per ciascuna iniziativa rilevante di cui si è dato conto.

Le informazioni che la raccomandazione Consob suggerisce di commentare, singolarmente per ogni progetto o asset immobiliare, in particolare il valore del debito residuo, la forma tecnica del contratto di finanziamento, la scadenza e, ove esistenti, le clausole contrattuali relativamente alle quali gli amministratori ne paventino il mancato rispetto.

In particolare, ci si riferisce al monitoraggio del rispetto dei covenant (es.: loan to value) anche al momento della redazione dei report infrannuali indipendentemente dagli aggiustamenti formali che i diversi contratti possono prevedere. In questo caso, la raccomandazione di cui si sta parlando, suggerisce di comunicare il valore/soglia previsto dal contratto di finanziamento, l'ultimo valore assunto da quel determinato parametro, un breve resoconto di eventuali negoziazioni effettuate con

l'ente creditizio ed, infine, eventuali altre azioni che gli amministratori intendono intraprendere per riportare il parametro all'interno del range stabilito nei contratti.

E' opportuno informare i terzi in merito al rispetto di covenant o di altre clausole contrattuali, qualora gli amministratori, al momento della predisposizione di un report interinale siano ragionevolmente certi che, al momento della predisposizione del successivo documento informativo, come ad esempio il bilancio di fine esercizio, al momento della nuova misurazione dei parametri contrattuali questi non saranno rispettati.

In questo caso sarà opportuno indicare il valore/soglia previsto dal contratto di finanziamento, la data in cui verranno effettuate le successive rilevazioni dei parametri, le eventuali negoziazioni intraprese con gli enti creditizi o con altri soggetti.

Inoltre, qualora il gruppo, o la società immobiliare, detengano partecipazioni in veicoli societari o fondi che non vengano consolidati, nei confronti dei quali però siano in essere rapporti debitori, sarà opportuno esporre un adeguato corredo informativo al riguardo.

#### **4.3 Informazioni relative al fatturato e alla redditività**

Nonostante l'IFRS 8 sia già prescrittivo in tal senso, la raccomandazione Consob, al fine di garantire la comparabilità tra diverse imprese immobiliari, suggerisce di classificare il fatturato in modo coerente rispetto alla composizione e alla rappresentazione del portafoglio immobiliare.

Conseguentemente, sarà opportuno anche riportare informazioni relativamente alla marginalità registrata da ogni segmento di attività rapportandola ai costi sostenuti per ciascuna di esse.

#### **4.4 Informazioni relative a cessioni significative di asset**

Qualora la società immobiliare abbia avviato delle contrattazioni per cedere degli asset rilevanti all'interno del proprio portafoglio immobiliare, la raccomandazione Consob suggerisce di indicare gli eventuali acconti ricevuti, un breve resoconto alle condizioni con cui si sono perfezionati i contratti preliminari di vendita, una sintesi delle tempistiche dei vari step che porteranno alla cessione definitiva e formale.

Nell'ipotesi in cui nel periodo di riferimento si siano perfezionate delle cessioni di asset rilevanti è opportuno inserire informazioni in merito al valore incassato, al suo rapporto con il valore di carico del bene nel bilancio del cedente, l'effetto finanziario conseguito con la relativa fiscalità.

#### **4.5 Altre informazioni rilevanti**

Oltre alle informazioni dettagliate nei precedenti paragrafi, la raccomandazione Consob in oggetto suggerisce di fornire informazioni anche in merito alle operazioni eventualmente concluse o intrattenute con parti correlate.

In ogni caso, poi, tutti i principali fatti di gestione avvenuti nel periodo di riferimento dovrebbero essere adeguatamente dettagliati nei report predisposti dall'organo amministrativo per permettere ai fruitori di tali documenti di valutarli per mezzo di un ampio bagaglio informativo, in modo che le eventuali decisioni di investimento (o disinvestimento) siano prese in un clima di trasparenza.

Per garantire, poi, la comparabilità tra i diversi periodi analizzati, si suggerisce di riportare i dati relativi agli aspetti elencati nei precedenti paragrafi affiancati ai valori registrati al momento della redazione della precedente relazione.

#### **4.6 Indicatori alternativi di performance**

Nel caso in cui la società inserisca nei propri report degli indicatori alternativi di performance quali ad esempio il NAV (net asset value) la raccomandazione in oggetto suggerisce di inserire le singole voci che compongono il calcolo e le ipotesi alla base di esso.

Inoltre si suggerisce di fornire il valore degli indicatori anche dei precedenti periodi in modo da rendere comparabile l'informazione fornita.

## **5. GLI ESITI DELLA RACCOMANDAZIONE CONSOB SULLA COMUNICAZIONE FINANZIARIA CONTENUTA NEI BILANCI AL 31.12.2008.**

### **5.1 Considerazioni preliminari e note metodologiche**

Lo scenario macroeconomico che si è andato delineando a partire da fine 2008 ha profondamente condizionato gli scenari economici e finanziari sia reali sia previsivi di tutte le aziende italiane.

I primi sei mesi del 2008 hanno fatto registrare numeri tutto sommato positivi ed in pochi hanno saputo cogliere i segnali di una crisi che si sarebbe manifestata in modo così eclatante nella seconda metà dell'anno.

Le perdite in termini di fatturato sono state a doppia cifra per molti settori e si sono dovute effettuare manovre di riduzione dei costi per tentare di limitare i danni: riduzione degli organici, tentativi di ristrutturazione del debito, ricorso agli ammortizzatori sociali ecc.

La situazione economica negativa ha imperversato (e tuttora imperversa) sulla quasi totalità dei settori produttivi in tutto il mondo e non ha quindi risparmiato nemmeno il comparto immobiliare italiano.

Gli investitori, poi, si sono dovuti confrontare con un evento raro e quanto mai preoccupante quale il fallimento di noti istituti finanziari che ha sicuramente minato la fiducia verso i mercati dei capitali che, infatti, ne hanno risentito pesantemente.

In un clima come quello appena descritto la necessità, peraltro sempre avvertita, di ottenere informazioni sull'andamento e sulla situazione economico-finanziaria delle società, si fa ancora più stringente.

Appare quindi evidente come la raccomandazione CONSOB n. DEM/9017965 del 26.2.2009 si inserisca nel tentativo di convincere le società immobiliari quotate a diventare ancora più trasparenti che nel passato verso gli investitori al fine di tentare di ripristinare un clima di fiducia verso di essi.

Molte società in questo periodo versano in situazione di grave crisi che in molti casi arriva a compromettere la continuità dell'attività aziendale in un orizzonte di medio periodo, ma questo non deve essere una giustificazione per ridurre al minimo le informazioni dall'interno, anzi in questi momenti le informazioni contenute nei bilanci e nelle relazioni intermedie dovrebbero essere ancora più dettagliate in modo da garantire al fruitore di quei documenti di formarsi un'idea precisa di quanto sta accadendo all'impresa.

Le informazioni richieste dalla raccomandazione CONSOB in oggetto non richiedono tecnicismi o l'elaborazione di dati ad hoc se non quelli ritenuti necessari per il monitoraggio delle attività e passività aziendali che potrebbero risultare di maggiore interesse per gli investitori.

Il campione analizzato comprende 5 società immobiliari quotate nei mercati di Borsa Italiana S.p.A. In particolare si tratta di:

- o Aedes S.p.A.
- o Gabetti S.p.A.
- o Pirelli RE S.p.A.
- o Risanamento S.p.A.
- o Beni Stabili S.p.A.

Di queste società abbiamo analizzato i bilanci di esercizio e consolidati chiusi al 31.12.2008 e pubblicati sul sito di Borsa Italiana S.p.A..

A livello generale è bene premettere che i bilanci consolidati contengono un livello informativo qualitativamente e quantitativamente più elevato rispetto ai bilanci di esercizio delle capogruppo. Ciò è dovuto al fatto che le capogruppo spesso non sono altro che holding che detengono partecipazioni in società operative o veicoli societari i quali a loro volta detengono il portafoglio immobiliare.

È altresì importante precisare che ad eccezione di Beni Stabili S.p.A., che ha chiuso con un utile consolidato l'esercizio 2008, tutte le altre società del campione hanno riportato pesanti perdite economiche nell'esercizio:

In particolare, poi, Aedes Sp.a. e Gabetti S.p.a. hanno avviato un piano di risanamento e di ristrutturazione del debito di cui danno ampio spazio nelle note informative al bilancio e nelle rispettive relazioni sulla gestione. Pirelli RE S.p.a. sta invece portando avanti un piano di riorganizzazione già avviato nel precedente esercizio.

Inoltre, la società incaricata della revisione contabile sui bilanci di esercizio e consolidato di Aedes S.p.a. ha emesso una revisione con un richiamo di informativa sul principio di continuità aziendale che sembra essere in serio dubbio dopo i risultati al 31.12.2008.

A livello generale, si ritiene, e si riporteranno poi nel prosieguo del capitolo le informazioni di dettaglio, che i bilanci al 31.12.2008 delle Società del campione contengono un buon livello informativo.

Nonostante la raccomandazione CONSOB n. DEM/9017965 del 26.2.2009 venga espressamente citata da due sole società del campione nelle note ai bilanci consolidati, Gabetti e Beni Stabili, le informazioni da essa richieste sono sostanzialmente presenti in tutti i bilanci analizzati.

Non vi è, tuttavia, un'uniformità nelle modalità di diffusione delle informazioni, alcune società privilegiano un approccio più discorsivo mentre altre procedono in modo più standardizzato mediante l'utilizzo di grafici e tabelle.

L'aspetto in cui i bilanci di alcune società sono più carenti riguarda la diffusione di indicatori quali il NAV che viene esplicitamente diffuso solo da Pirelli RE e Beni Stabili.

All'opposto tutte le società analizzate rappresentano in modo efficace la situazione debitoria indicando espressamente la presenza di covenants e il loro rispetto.

Dopo questa panoramica generale, si procede con un'analisi dei singoli bilanci consolidati (ove non diversamente specificato) mettendo in evidenza il rispetto o meno di quanto previsto dalla raccomandazione CONSOB oggetto del presente lavoro.

Al fine di facilitare la lettura si riportano sinteticamente i contenuti "prescrittivi" della raccomandazione sottolineando che uno degli obiettivi principali di tale documento è quello di garantire la comparabilità dei bilanci e delle relazioni intermedie con i medesimi documenti di altre società e con quelli di anni precedenti:

- 1) Efficace rappresentazione del portafoglio immobiliare;
- 2) Situazione finanziaria debitoria (con esplicitazione dei debiti contratti per singolo progetto immobiliare e eventuali covenants);
- 3) Fatturato e redditività;
- 4) Cessioni significative;
- 5) Altre informazioni rilevanti;
- 6) Indicatori (es.: NAV)

## 5.2 Aedes S.p.a.

Per comprendere il grave stato di crisi che ha investito questa società nel corso dell'esercizio 2008 si riporta la seguente tabella, estratta dal bilancio consolidato.

| <i>In migliaia di Euro</i>                                    | <b>Consolidato</b> |           |
|---------------------------------------------------------------|--------------------|-----------|
|                                                               | 31/12/08           | 31/12/07  |
| Ricavi lordi                                                  | 82.234             | 116.920   |
| Risultato operativo                                           | (261.551)          | 37.911    |
| Risultato netto                                               | (311.460)          | (12.944)  |
| Risultato netto di Gruppo                                     | (310.692)          | (12.103)  |
| Patrimonio netto                                              | 27.569             | 337.378   |
| Patrimonio netto di Gruppo                                    | 5.331              | 316.002   |
| Posizione finanziaria netta (indebitamento finanziario netto) | (810.372)          | (752.069) |
| Numero dipendenti medio                                       | 260                | 259       |

**Figura 4: Confronto voci di bilancio al 31.12.2008 e 31.12.2007 (Aedes Spa)**

Dalla tabella si evince come la perdita di gruppo sia pari a 310.692 €/000 e come il patrimonio netto si stia riducendo in conseguenza delle perdite.

La società pur ravvisando un pericolo per la propria continuità aziendale ha comunque redatto i bilanci secondo i principi che lo soddisfano in quanto – al momento di redazione del bilancio - ha ricevuto delle proposte di offerta da parte di due gruppi che dovrebbero portare a una ricapitalizzazione della società accompagnata da accordi con le banche presso cui la società è esposta e verso le quali ha già ritardato alcune rate di rimborso dei prestiti (la società ha poi vissuto giorni difficili ed ha beneficiato di un aumento di capitale con esenzione di OPA in corso d'anno 2009).

In conseguenza di questo scenario nella Relazione sulla gestione viene lasciato un ampio spazio alla descrizione della situazione della crisi finanziaria e al piano studiato dagli amministratori per il salvataggio della Società.

Aedes S.p.a. nel corso del 2008 ha chiesto a Borsa Italiana di essere esclusa dal segmento STAR del quale faceva parte dal 2001 e nel mese di settembre è uscita anche dall'indice EPRA.

Tornando al contenuto informativo del bilancio consolidato di questo Emittente si riportano ora le informazioni il cui inserimento è stato suggerito dalla raccomandazione CONSOB oggetto di questo lavoro.

### Rappresentazione del portafoglio immobiliare

Nella relazione sulla gestione viene riportata la seguente tabella:

| Categoria     | Valore contabile alla data della relazione | Criterio di contabilizzazione | Valore di mercato alla data della relazione | Data ultima perizia       |
|---------------|--------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------|
| Core          | 323,5                                      | Al costo                      | 358,5                                       | 31/12/2008                |
| Development   | 144,3                                      | Al costo                      | 151,9                                       | 31/12/2008                |
| Dynamic       | 101,2                                      | Al costo                      | 103,7                                       | 31/12/2008                |
| International | 24,3                                       | Al costo                      | 25,9                                        | 31/12/2008 <sup>(1)</sup> |
| Totale        | 593,3                                      |                               | 639,9                                       |                           |

**Figura 5: Rappresentazione del portafoglio immobiliare (Aedes Spa)**

Nonostante, gli amministratori nella stesura del documento non abbiano fatto uno specifico rimando alla raccomandazione CONSOB, si può notare come le informazioni da essa richiesta in questo ambito siano di fatto presenti.

Il portafoglio immobiliare è stato classificato in 3 sottocategorie delle quali viene specificato il valore contabile al 31.12.2008 che viene confrontato con il valore di mercato alla medesima data determinato sulla base di una perizia effettuata sempre a fine esercizio. Viene inoltre specificato che il criterio contabile utilizzato è quello del costo.

Nel prosieguo della relazione sulla gestione vengono anche riportate due tabelle nelle quali si descrivono in principali progetti di sviluppo posseduti dal Gruppo o in *joint venture* con soggetti terzi. Si riporta a titolo di esempio quella relativa ai progetti di sviluppo posseduti dal Gruppo:

| Società                    | Immobile                        | Quota Aedes | Stato urbanistico /edificatorio                                                                                                                                                                                                                                | Sintetica descrizione delle attività da fare                                                                                                                         |
|----------------------------|---------------------------------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aedilia Sviluppo 1 s.r.l.  | Napoli - Terreno                | 100,00%     | - Progetto autorizzato per la realizzazione di un Centro Commerciale. La proprietà ha richiesto ulteriore proroga per il ritiro per i permessi di costruire                                                                                                    | - Avviata l'attività di messa in sicurezza della falda<br>- Avviato con la Pubblica Amministrazione processo di verifica fattibilità di cambio di destinazione d'uso |
| Rubattino 87 s.r.l.        | Milano - Via Rubattino Area Est | 91,97%      | - Sottoscrizione del convenzione urbanistica avvenuta in data 29/09/1998<br>- SLP massima realizzabile circa 110.945 mq. di cui: 8.000 mq. circa a destinazione residenziale, 42.945 mq. ca. a destinazione direzionale e 82.000 mq. a destinazione produttiva | - Avviate le opere di bonifica delle strutture esistenti (fuori terra)<br>- Definito con la Pubblica Amministrazione il piano di caratterizzazione dell'Area         |
| Sviluppo Comparto 2 s.r.l. | Chivasso - Terreno Logistica    | 100,00%     | - Sospeso, da parte della proprietà, il ritiro dei permessi di costruire                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                      |

**Figura 6: Esempio di descrizione di progetti di sviluppo (Aedes Spa)**

Dalla tabella sopra emerge innanzitutto il soggetto giuridico appartenente al Gruppo Aedes cui si riferisce il progetto di sviluppo, poi vengono fornite le coordinate identificative del progetto nonché lo stato dell'arte del progetto e le attività da svolgere.

### **Situazione finanziaria debitoria**

La situazione debitoria del Gruppo Aedes presenta delle criticità elevate legate al forte indebitamento verso gli istituti di credito, all'esaurirsi delle linee di credito e ad una generalizzata situazione di illiquidità dovuta alle difficoltà di cessione degli assets.

Rispetto alle scadenze contrattuali previste dai contratti di finanziamento verso gli istituti creditizi nel corso del 2008 il Gruppo non ha rimborsato finanziamenti per 228.000 €/000 oltre ad ulteriori 42.000 €/00 non restituiti ad altri finanziatori.

La raccomandazione CONSOB suggerisce di classificare le passività in base agli assets che hanno richiesto l'accensione di quel finanziamento; il bilancio consolidato di questo Gruppo non fornisce questo genere di dettaglio in forma tabellare elencando semplicemente i mutui in essere con le caratteristiche salienti ma senza collegarli agli immobili specifici.

Nel bilancio di esercizio di Aedes S.p.a., invece, troviamo una tabella che specifica il collegamento immobile mutuo ma non quello immobile finanziamento. Se ne riporta uno stralcio:

| Immobile                             | Importo originario | Debito a Breve Termine | Debito a Lungo Termine | Debito Totale | Scadenza   | Banca                     | Garanzie          | Garanzie Rilasciate                  | Covenants | Rispetto Covenant | Negative Pledge |
|--------------------------------------|--------------------|------------------------|------------------------|---------------|------------|---------------------------|-------------------|--------------------------------------|-----------|-------------------|-----------------|
| Gallarate-Roma Miri-Senago           | 196.254            | 217                    | 970                    | 1.187         | 30/06/2016 | BAV-Comit                 | Garantito Ipoteca | Ipoteca su immobili per Euro 392.507 | NO        | -                 | NO              |
| Milano - Bastioni di Porta Nuova, 21 | 21.000             | 1.387                  | 17.955                 | 19.342        | 31/03/2014 | Eurohypo                  | Garantito Ipoteca | Ipoteca su immobili per Euro 42.000  | LTV<=80 % | SI                | NO              |
| <b>Totale mutui</b>                  | <b>217.254</b>     | <b>1.604</b>           | <b>18.925</b>          | <b>20.529</b> |            |                           |                   |                                      |           |                   |                 |
| Immobile                             | Importo originario | Debito a Breve Termine | Debito a Lungo Termine | Debito Totale | Scadenza   | Banca                     | Garanzie          | Garanzie Rilasciate                  | Covenants | Rispetto Covenant | Negative Pledge |
|                                      | 5.000              | 5.026                  |                        | 5.026         | revoca     | Banca Toscana             | Non Garantito     |                                      | NO        | -                 | NO              |
|                                      | 2.000              | 2.065                  |                        | 2.065         | revoca     | Cariparma                 | Non Garantito     |                                      | NO        | -                 | NO              |
|                                      | 10.000             | 4.790                  |                        | 4.790         | revoca     | Banca Popolare di Cremona | Non Garantito     |                                      | NO        | -                 | NO              |
|                                      | 5.000              | 5.174                  |                        | 5.174         | revoca     | Banca Intesa S. Paolo     | Non Garantito     |                                      | NO        | -                 | NO              |

**Figura 7: Stralcio della tabella di riepilogo della correlazione assets/debito (Aedes Spa)**

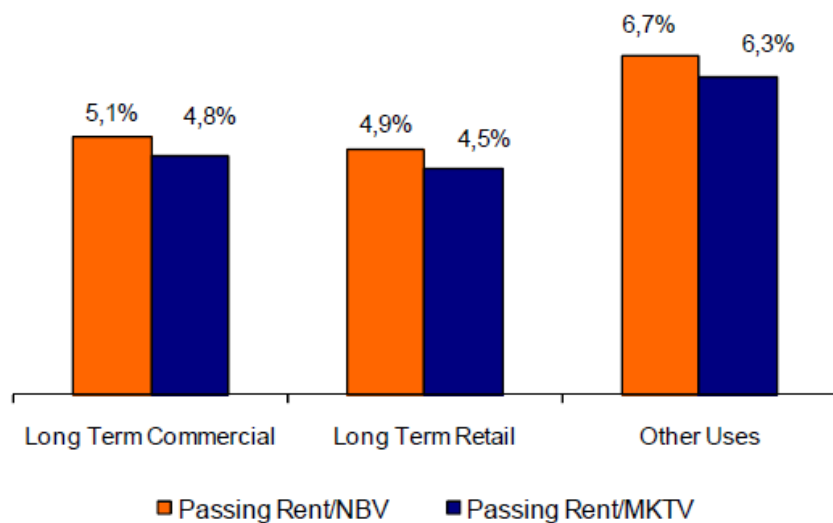
Si può vedere come il contenuto informativo sia sostanzialmente in linea con quello auspicato da CONSOB infatti si specificano anche i covenants esistenti nonché il loro rispetto. Nella relazione sulla gestione sono poi presenti nozioni in merito al calcolo dei covenants nonché informazioni di ulteriore dettaglio in merito ai finanziamenti.

### **Fatturato e redditività**

Gli indicatori di redditività che vengono forniti nel bilancio riguardano in genere il Gruppo nel suo complesso: viene fornito l'indicatore EBITDA ma non vi è una spaccatura esauriente delle attività per area di business.

Fa eccezione il grafico sotto riportato che mette in evidenza la redditività del patrimonio Core suddiviso per prodotto. Con la classificazione “core” si intendono tutti quegli immobili già a reddito o in grado di generarlo nel breve periodo. I “long term retail” sono immobili con destinazione d’uso commerciale (es.: negozi, parchi, ecc); i “long term commercial” sono tipicamente gli immobili ad uso alberghiero mentre negli “other uses” vi rientrano le destinazioni d’uso particolari quali, ad esempio, le cliniche.

*Grafico 10 –Redditività patrimonio Core per prodotto*



### **Informazioni su cessioni rilevanti**

Le informazioni sulle cessioni di partecipazioni e immobili sono elencate in forma discorsiva nella relazione sulla gestione in un paragrafo intitolato “Altri eventi dell’esercizio”.

Per quanto riguarda gli **indicatori** quali il net asset value (NAV), non sono state fornite informazioni al riguardo.

### 5.3 Gabetti S.p.a.

Anche per il Gruppo Gabetti il 2008 è stato un esercizio chiuso con una forte perdita economica. Si riporta uno stralcio del conto economico consolidato:

|                                                              | 01.01.08<br>31.12.08 | 01.01.07<br>31.12.07 |
|--------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|
| <b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>                         | -59 631              | -24 654              |
| <b>IMPOSTE SUL REDDITO DELL'ESERCIZIO</b>                    | -1 859               | 417                  |
| <b>RISULTATO ECONOMICO NETTO INCLUSA LA QUOTA DI TERZI</b>   | -61 490              | -24 237              |
| <b>(UTILE) PERDITA DELL'ESERCIZIO DI COMPETENZA DI TERZI</b> | 1 128                | 275                  |
| <b>RISULTATO ECONOMICO NETTO DEL GRUPPO</b>                  | -60 362              | -23 962              |

Figura 8: Confronto ultimi righe di conto economico 31.12.2008 31.12,2007 (Gabetti Spa)

La perdita consolidata di esercizio è stata pari a 60.362 €/000 ed il patrimonio netto di Gruppo è pari a circa 15.829 €/000 (contro i 68.134 €/000 di fine 2007)

Durante l'esercizio 2009 è stato poi implementato un piano di risanamento e di ristrutturazione del debito e sono stati effettuati importanti tagli al personale.

Nella relazione sulla gestione viene dettagliatamente messa in evidenza la situazione di crisi delle diverse aree di business del Gruppo nonché i differenti interventi strategici effettuati o progettati per contrastare tale andamento.

In particolare le aree di business nelle quali si focalizza l'attività di Gruppo sono:

- o Agency
- o Finance
- o Technical Service
- o Investment & Property

Come per Aedes S.p.a. si elencano ora le informazioni fornite ai sensi della raccomandazione CONSOB oggetto del presente lavoro. A differenza del Gruppo precedentemente analizzato, nelle note al bilancio consolidato del Gruppo Gabetti si fa esplicito riferimento a tale documento CONSOB.

## Rappresentazione del portafoglio immobiliare

La tabella sottostante riporta in forma schematiche tutte le informazioni relative alla composizione del portafoglio immobiliare.

| Categoria                              | Valore contabile al<br>31-12-08 | di cui<br>Residenziale | Criterio di<br>Contabilizzaz<br>ione   | Valore di<br>Mercato alla<br>data della<br>relazione | Data ultima<br>Perizia | Note                                                     |
|----------------------------------------|---------------------------------|------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------|----------------------------------------------------------|
| <b>Progetti di sviluppo</b>            |                                 |                        | Minor valore<br>tra costo e<br>mercato |                                                      |                        |                                                          |
| Milano Via Quaranta 40                 | 29.329                          |                        |                                        | 35.904                                               | 15/02/2009             |                                                          |
| Olbia Località Murta Maria MY1         | 17.892                          |                        |                                        | 22.310                                               | 15/02/2009             |                                                          |
| Olbia Località Murta Maria MY2         | 4.595                           |                        |                                        | 5.623                                                | 15/02/2009             |                                                          |
| Sant'Angelo in Lizzola                 | 1.227                           |                        |                                        | 1.496                                                | 15/02/2009             |                                                          |
| Dubai                                  | 12.212                          | 12.212                 |                                        | 13.321                                               | 15/02/2009             | Utilizzato il<br>cambio del<br>31/12/08<br>1€=5,1118 AED |
| <b>Totale progetti di sviluppo</b>     | <b>65.255</b>                   | <b>12.212</b>          |                                        | <b>78.654</b>                                        |                        |                                                          |
| <b>Investimenti Immobiliari</b>        |                                 |                        | Fair value (IAS<br>40)                 |                                                      |                        |                                                          |
| Udine Via Caccia                       | 600                             | 583                    |                                        | 596                                                  | 15/02/2009             |                                                          |
| Milano Via Murat                       | 455                             | 385                    |                                        | 454                                                  | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova Via XX Settembre                | 3.959                           |                        |                                        | 5.400                                                | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova Via Maddaloni/Via Ferruccio     | 11.113                          | 8.643                  |                                        | 13.134                                               | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova Via Ayzoli                      | 506                             | 369                    |                                        | 638                                                  | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova Piazza Remondini                | 18.552                          | 16.621                 |                                        | 20.352                                               | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova via Biglia                      | 578                             |                        |                                        | 700                                                  | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova Via Corsica                     | 6.955                           |                        |                                        | 8.416                                                | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova Via Pisa                        | 430                             |                        |                                        | 700                                                  | 15/02/2009             |                                                          |
| Genova Piazza Alessi                   | 64                              |                        |                                        | 90                                                   | 15/02/2009             |                                                          |
| Roma Loc. Casal Monastero              | 1.167                           |                        |                                        | 1.185                                                | 15/02/2009             |                                                          |
| <b>Totale investimenti immobiliari</b> | <b>44.379</b>                   | <b>26.601</b>          |                                        | <b>51.665</b>                                        |                        |                                                          |
| di cui                                 | 2.261                           |                        |                                        |                                                      |                        | iscritte da tra<br>attività dest. alla<br>dismissione    |

Figura 9: Rappresentazione del portafoglio immobiliare (Gabetti Spa)

| Categoria                              | Valore contabile al<br>31-12-08 | di cui<br>Residenziale | Criterio di<br>Contabilizzazio<br>ne   | Valore di<br>Mercato alla<br>data della<br>relazione | Data ultima<br>Perizia | Note                                                                                               |
|----------------------------------------|---------------------------------|------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Immobili per Trading</b>            |                                 |                        | Minor valore<br>tra costo e<br>mercato |                                                      |                        |                                                                                                    |
| Milano Via Murat                       | 1.422                           | 1.143                  |                                        | 1.579                                                | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Vercelli Casa Bertr                    | 20                              |                        |                                        | 20                                                   | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Vercelli Casa Bertr                    | 158                             | 158                    |                                        | 175                                                  | 15/02/2009             |                                                                                                    |
|                                        |                                 |                        |                                        |                                                      |                        | il valore di mercato<br>è relativo al valore<br>di cessione<br>avvenuto nei primi<br>mesi del 2009 |
| Finale Ligure Via Torino               | 931                             | 680                    |                                        | 940                                                  |                        |                                                                                                    |
| Trieste via Stuparich                  | 92                              |                        |                                        | 90                                                   | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Varese Monte Tabor                     | 4.910                           | 4.448                  |                                        | 4.911                                                | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Bologna Via Larga                      | 66                              |                        |                                        | 90                                                   | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Bologna Via Imerio                     | 18                              |                        |                                        | 40                                                   | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Rescaldina                             | 2.148                           | 332                    |                                        | 2.541                                                | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Udine via Caccia                       | 69                              | 61                     |                                        | 90                                                   | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Biella Via Gramsci                     | 91                              |                        |                                        | 110                                                  | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Isola Piana (CA)                       | 48                              |                        |                                        |                                                      |                        |                                                                                                    |
| Verona Via Pirandello                  | 108                             | 98                     |                                        |                                                      |                        |                                                                                                    |
| Firenze Via Pietrapiana/Via del Popolo | 12.646                          | 7.564                  |                                        | 14.602                                               | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Progetto Venice (immobili sparsi)      | 1.219                           | 170                    |                                        | 2.005                                                | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Progetto IR2 (immobili sparsi)         | 3.322                           | 2.538                  |                                        | 5.270                                                | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Progetto Global Alfa (immobili sparsi) | 8.560                           | 4.875                  |                                        | 9.080                                                | 15/02/2009             |                                                                                                    |
| Como Via Roosevelt                     | 19                              |                        |                                        |                                                      |                        |                                                                                                    |
| <b>Totale immobili per trading</b>     | <b>35.847</b>                   | <b>22.067</b>          | <b>-</b>                               | <b>41.543</b>                                        |                        |                                                                                                    |
| <b>Altre</b>                           |                                 |                        | Minor valore<br>tra costo e<br>mercato |                                                      |                        |                                                                                                    |
| Vigevano Via Della Gioia               | 1                               |                        |                                        |                                                      |                        |                                                                                                    |
| Cameri Via Matteotti                   | 53                              |                        |                                        |                                                      |                        |                                                                                                    |
| Isola Piana (posti barca)              | 22                              |                        |                                        |                                                      |                        |                                                                                                    |
| <b>Totale Altre</b>                    | <b>76</b>                       | <b>-</b>               | <b>-</b>                               | <b>-</b>                                             |                        |                                                                                                    |
| <b>Totale Complessivo</b>              | <b>145.557</b>                  | <b>60.879</b>          |                                        | <b>171.862</b>                                       |                        |                                                                                                    |

Figura 10: Rappresentazione del portafoglio immobiliare (Gabetti Spa)

La classificazione proposta mette in evidenza i progetti di sviluppo, gli investimenti immobiliari, gli immobili destinati ad operazioni di trading ed una categoria residuale precisando per ciascuno il valore netto contabile al 31.12.2008, il criterio contabile utilizzato, il valore di mercato alla data della stesura del bilancio ed infine la data dell'ultima perizia effettuata (15.2.2009).

La relazione di bilancio prosegue poi con una descrizione dei singoli immobili appartenenti alle categorie sopraelencate compresa la categoria relativa ai progetti di sviluppo.

## Situazione finanziaria debitoria e redditività

Si riportano tre tabelle intitolate “Fatturato, redditività e debito allocato” :

(€/1000)

| Categoria                          | Valore contabile al 31-12-08 | Valore di carico del Venduto | Valore di Vendita | Debito Mutuo Ipotecario Residuo | Anticipazione Ipotecaria | Debito Estinto |
|------------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------|---------------------------------|--------------------------|----------------|
| <b>Progetti di sviluppo</b>        |                              |                              |                   |                                 |                          |                |
| Milano Via Quaranta 40             | 29.329                       |                              |                   | 10.490                          | 2.547                    |                |
| Olbia Località Murta Maria MY1     | 17.892                       |                              |                   | 12.564                          | 2.323                    |                |
| Olbia Località Murta Maria MY2     | 4.593                        |                              |                   |                                 | 3.200                    |                |
| Sant'Angelo in Lizzola             | 1.227                        |                              |                   |                                 |                          |                |
| Dubai *                            | 12.212                       | 2.535                        | 2.824             |                                 |                          |                |
| <b>Totale progetti di sviluppo</b> | <b>65.255</b>                | <b>2.535</b>                 | <b>2.824</b>      | <b>23.054</b>                   | <b>8.070</b>             | <b>-</b>       |

\*

i valori di carico del venduto e il valore di vendita rappresentano invece la quota iscritta a conto economico al tasso medio dell'anno 2008 di 1€=5,401886 AED

|                                        |               |               |               |               |  |              |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|--------------|
| <b>Investimenti Immobiliari</b>        |               |               |               |               |  |              |
| Torino Casa Aurora                     |               | 13.051        | 13.389        |               |  |              |
| Udine Via Caccia                       | 600           | 120           | 92            |               |  |              |
| Milano Via Murat                       | 455           |               |               |               |  |              |
| Genova Via XX Settembre                | 3.959         |               |               | 3.876         |  | 24           |
| Genova Via Maddaloni/Via Ferruccio     | 11.113        | 4.734         | 6.460         | 9.705         |  | 2.165        |
| Genova Via Ayroli                      | 506           | 65            | 123           |               |  |              |
| Genova Piazza Remondini                | 18.552        | 4.286         | 5.585         | 15.095        |  | 3.495        |
| Genova Via Merello                     |               | 162           | 215           |               |  |              |
| Genova via Biglia                      | 578           |               |               |               |  |              |
| Genova Via Corsica                     | 6.955         | 1.237         | 1.400         | 6.800         |  | 900          |
| Genova Via Pita                        | 430           | 144           | 370           |               |  |              |
| Genova Piazza Alessi                   | 64            |               |               |               |  |              |
| Genova Via Savona                      |               | 1.212         | 1.500         |               |  |              |
| Roma Loc. Casal Monastero              | 1.167         |               |               |               |  |              |
| <b>Totale investimenti immobiliari</b> | <b>44.379</b> | <b>25.011</b> | <b>29.136</b> | <b>35.476</b> |  | <b>6.584</b> |

(€/1000)

| Categoria                              | Valore contabile al 31-12-08 | Valore di carico del Venduto | Valore di Vendita | Debito Mutuo Ipotecario Residuo | Anticipazione Ipotecaria | Debito Estinto |
|----------------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------|---------------------------------|--------------------------|----------------|
| <b>Immobili per Trading</b>            |                              |                              |                   |                                 |                          |                |
| Milano Via Muzat                       | 1.422                        | 581                          | 612               |                                 |                          |                |
| Vercelli Via Martiniana                | -                            | 115                          | 122               |                                 |                          |                |
| Vercelli Casa Berra                    | 20                           | 23                           | 24                |                                 |                          |                |
| Vercelli Casa Berra                    | 158                          | 135                          | 152               |                                 |                          |                |
| Finale Ligure Via Torino               | 931                          | 552                          | 645               | 434                             |                          | 0              |
| Trieste via Stuparich                  | 92                           | 26                           | 36                |                                 |                          |                |
| Varese Monte Tabor                     | 4.910                        | 211                          | 240               |                                 |                          |                |
| Bologna Via Larga                      | 66                           |                              | 0                 |                                 |                          |                |
| Bologna Via Imenzio                    | 18                           |                              | 0                 |                                 |                          |                |
| Rescaldina                             | 2.148                        | 60                           | 72                |                                 |                          |                |
| Bologna Via San Vitale                 | -                            | 1.174                        | 1.250             |                                 |                          |                |
| Udine via Caccia                       | 69                           |                              | 0                 |                                 |                          |                |
| Biella Via Gramsci                     | 91                           |                              | 0                 |                                 |                          |                |
| Genova Via del Molo                    | -                            | 155                          | 157               |                                 |                          |                |
| Milano Via Tartaglia                   | -                            | 4.443                        | 4.893             |                                 |                          |                |
| Trieste Via Martini della Libertà      |                              | 66                           | 85                |                                 |                          |                |
| Isola Piana (CA)                       | 48                           | 59                           | 55                |                                 |                          |                |
| Verona Via Pirandello                  | 108                          |                              | 0                 |                                 |                          |                |
| Firenze Via Pietrapiana/Via del Popolo | 12.646                       | 106                          | 190               | 9.894                           | 1.262                    | 144            |
| Progetto Venice (immobili sparsi)      | 1.219                        |                              |                   |                                 |                          |                |
| Progetto IR2 (immobili sparsi)         | 3.322                        | 1.100                        | 985               | 2.223                           |                          | 1.048          |
| Progetto Global Alfa (immobili sparsi) | 8.560                        | 1.296                        | 1.040             |                                 |                          |                |
| Como Via Roosevelt                     | 19                           |                              |                   |                                 |                          |                |
| <b>Totale immobili per trading</b>     | <b>35.847</b>                | <b>10.102</b>                | <b>10.558</b>     | <b>12.551</b>                   | <b>1.262</b>             | <b>1.192</b>   |
| <b>Altre</b>                           |                              |                              |                   |                                 |                          |                |
| Vigevano Via Della Gioia               | 1                            |                              |                   |                                 |                          |                |
| Cameri Via Matteotti                   | 53                           | 45                           | 232               |                                 |                          |                |
| Isola Piana (posti barca)              | 23                           |                              |                   |                                 |                          |                |
| <b>Totale Altre</b>                    | <b>77</b>                    | <b>45</b>                    | <b>232</b>        | <b>-</b>                        | <b>-</b>                 | <b>-</b>       |

Figura 10: Riepilogo della situazione finanziaria debitoria (Gabetti Spa)

Nelle tabelle sopra vengono fornite informazioni in merito alla redditività delle transazioni immobiliari effettuate nonché del debito residuo ancora gravante per quell'iniziativa.

Le informazioni sul debito non forniscono un sufficiente grado di dettaglio in merito a scadenze, importi originari, covenants ecc e non si reperiscono altre informazioni nel documento esaminato.

### **Informazioni su cessioni rilevanti**

Oltre a quanto esposto nelle tabelle sopra viene precisato che sono già stati siglati dei preliminari di vendita in relazione ai quali nel 2008 sono stati incassati acconti per 522 €/000 e che la stipula dei contratti definitivi avverrà nel corso del 2009.

Nemmeno Gabetti ha fornito informazioni sugli **indicatori** quali il net asset value (NAV).

## 5.4 Pirelli RE S.p.a.

Come si evince dalla tabella sottostante anche per Pirelli RE il 2008 si è chiuso con una cospicua perdita consolidata pari a 195.000 €/000:

| (in milioni di euro)                                                                                         | 2008    | 2007<br>al netto<br>del temporaneo<br>consolidamento<br>di DGAG <sup>(8)</sup> | 2007    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------------------------------------------------------------------------------|---------|
| <b>Dati economici</b>                                                                                        |         |                                                                                |         |
| Ricavi aggregati pro quota <sup>(1)</sup>                                                                    | 775,6   | 949,0                                                                          | 1.043,7 |
| Risultato operativo comprensivo dei risultati da partecipazioni                                              | (239,7) | 151,1                                                                          | 172,6   |
| Risultato netto di competenza                                                                                | (195,0) | 162,8                                                                          | 151,1   |
| <b>Dati patrimoniali</b>                                                                                     |         |                                                                                |         |
| Patrimonio Netto                                                                                             | 366,4   | 720,1                                                                          | 720,1   |
| di cui patrimonio netto di competenza                                                                        | 361,7   | 715,7                                                                          | 715,7   |
| Posizione Finanziaria Netta                                                                                  | 289,5   | 289,7                                                                          | 289,7   |
| Posizione finanziaria netta al lordo dei crediti per finanziamenti soci                                      | 861,8   | 816,1                                                                          | 816,1   |
| <b>Indici</b>                                                                                                |         |                                                                                |         |
| ROE calcolato sulla media del patrimonio netto di competenza iniziale e finale dell'esercizio <sup>(2)</sup> | (36%)   | 23%                                                                            | 21%     |
| Gearing al lordo dei crediti per finanziamenti Soci <sup>(3)</sup>                                           | 2,35    | 1,13                                                                           | 1,13    |

**Figura 11: Dati economici, patrimoniali e indici 2008 e 2007 (Pirelli RE Spa)**

La Società ha avviato un processo di riassetto organizzativo per poter meglio contrastare il momento di crisi insistendo prevalentemente sulle aree geografiche di Italia, Germania e Polonia, aree meno soggette alla volatilità dei tassi.

Al di là di questa situazione di crisi nella relazione sulla gestione vengono messi in evidenza importanti business portati a termine dall'azienda nonostante la negativa contingenza economica.

Prima di procedere all'analisi del contenuto informativo del bilancio di Pirelli RE al 31.12.2008 si precisa che nella relazione si forniscono per molteplici dati e indicatori classificazioni geografiche, ciò permette di isolare meglio eventuali fenomeni che hanno una valenza esclusivamente territoriale.

Si aggiunge, infine, che nel documento di Pirelli RE viene espressamente citata la raccomandazione CONSOB di cui in oggetto.

### **Rappresentazione del portafoglio immobiliare**

Nella tabella sottostante viene proposta la classificazione degli immobili che compongono il patrimonio immobiliare di Pirelli RE:

| Categoria                                           | Valore contabile 100% | Valore di Mercato Pro quota | Criterio  | Valore di Mercato 100% | Valore di Mercato Pro quota |
|-----------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------|------------------------|-----------------------------|
| Progetti di Sviluppo                                | 1.400.838             | 465.375                     | ias2      | 1.586.778              | 528.519                     |
| di cui Commercial                                   | 517.114               | 138.571                     |           | 591.286                | 155.438                     |
| di cui Residential                                  | 702.618               | 269.471                     |           | 809.892                | 314.333                     |
| di cui other                                        | 181.107               | 57.332                      |           | 185.600                | 58.749                      |
| Investimenti immobiliari                            | 1.983.318             | 652.412                     | ias40 (*) | 2.068.940              | 674.244                     |
| di cui Commercial                                   | 1.719.440             | 577.313                     |           | 1.768.900              | 588.853                     |
| di cui Residential                                  | 263.878               | 75.100                      |           | 300.040                | 85.391                      |
| di cui other                                        | 0                     | 0                           |           | 0                      | 0                           |
| Immobili per Trading                                | 10.679.279            | 2.444.214                   | ias2      | 11.366.315             | 2.620.946                   |
| di cui Commercial                                   | 7.010.027             | 1.079.357                   |           | 7.459.793              | 1.167.662                   |
| di cui Residential/Soho                             | 3.669.452             | 1.364.857                   |           | 3.906.522              | 1.453.285                   |
| di cui other                                        | 0                     | 0                           |           | 0                      | 0                           |
| Altre (NPL) (*)                                     | 1.859.558             | 585.075                     |           | 1.859.558              | 585.075                     |
| Fondi di Terzi                                      | 379.861               | 0                           |           | 417.540                | 0                           |
| <b>Totale</b>                                       | <b>16.302.850</b>     | <b>4.147.076</b>            |           | <b>17.299.131</b>      | <b>4.408.785</b>            |
| <b>Totale al netto dei NPL</b>                      | <b>14.443.292</b>     | <b>3.562.001</b>            |           | <b>15.439.573</b>      | <b>3.823.710</b>            |
| <b>Totale al netto dei NPL e dei fondi di Terzi</b> | <b>14.063.431</b>     | <b>3.562.001</b>            |           | <b>15.022.033</b>      | <b>3.823.710</b>            |

**Figura 12: Rappresentazione del portafoglio immobiliare (Pirelli RE Spa)**

Si fa distinzione tra progetti di sviluppo, investimenti immobiliari, immobili per il trading e altri. Tali categorie sono ulteriormente suddivise in commerciali, residenziali e altro. Per ciascuna di queste sottocategorie si espongono i valori contabili (al 100% e pro quota) il criterio contabile utilizzato ed il valore di mercato (al 100% e pro quota). Non viene specificata la data dell'ultima perizia effettuata e nemmeno l'elenco dei singoli immobili.

La stessa informazione viene poi proposta singolarmente per i mercati italiano, tedesco e polacco.

### **Situazione finanziaria debitoria**

Le informazioni sulla situazione debitoria vengono fornite per quanto riguarda i veicoli e i fondi. Si precisa che l'esposizione non mette in evidenza dati puntuali ma per taluni fondi o veicoli, il mutuo ipotecario rappresenta il 90% dell'indebitamento complessivo mentre la restante parte è rappresentata da altre tipologie di finanziamento:

| 31.12.2008                                | Posizione finanziaria netta al lordo dei crediti per finanziamenti soci | Di cui debito bancario netto | Tipologie di finanziamenti bancari | Scadenze (anni) |
|-------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|------------------------------|------------------------------------|-----------------|
| Commercial Core Italy                     | 1.118.980                                                               | 1.086.016                    | Mutuo ipotecario (*)               | 4,3             |
| Commercial Yielding Italy                 | 1.484.548                                                               | 1.397.742                    | Mutuo ipotecario (*)               | 4,3             |
| Commercial Core Germany                   | 1.430.236                                                               | 1.335.430                    | Mutuo Ipotecario                   | 2,9             |
| Trading Commercial Germany                | 2.538.471                                                               | 2.414.798                    | Mutuo Ipotecario                   | 2,5             |
| Residential Yielding Germany              | 2.633.457                                                               | 2.295.963                    | Mutuo Ipotecario                   | 4,5             |
| <b>YIELDING PORTFOLIO</b>                 | <b>9.205.693</b>                                                        | <b>8.529.949</b>             |                                    |                 |
| Residential Small Office House Office ITA | 1.018.957                                                               | 825.354                      | Mutuo ipotecario (*)               | 2,6             |
| Development ITA                           | 932.886                                                                 | 714.421                      | Mutuo Ipotecario                   | 3,5             |
| Development Germany                       | 35.137                                                                  | 34.285                       | Mutuo Ipotecario                   | 0,8             |
| Development Poland                        | 127.434                                                                 | 66.451                       | Mutuo Ipotecario                   | 3,4             |
| <b>OTHER PORTFOLIO</b>                    | <b>2.114.414</b>                                                        | <b>1.640.511</b>             |                                    |                 |
| <b>GRAND TOTAL</b>                        | <b>11.320.106</b>                                                       | <b>10.170.460</b>            |                                    | <b>3,6</b>      |

**Figura 13: Situazione finanziaria debitoria (Pirelli RE Spa)**

Nella tabella non vengono esplicitati i covenants ed il loro rispetto, tuttavia, nel prosieguo della relazione vengono esposti i metodi di calcolo dei covenants cui sono soggetti i fondi di Gruppo nonché le relative informazioni sul loro rispetto da parte dei medesimi.

### Fatturato e redditività

Si riporta ora una tabella che mette in evidenza i ricavi effettuati nelle varie aree geografiche cui si concentra il business del Gruppo Pirelli RE:

|                                                                                                                                                             | Dicembre 2008  |                       |                         |                        |                           |                                   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|---------------------------|-----------------------------------|
|                                                                                                                                                             | Totale         | Italia<br>Real Estate | Germania<br>Real Estate | Polonia<br>Real Estate | Non<br>Performing<br>Loan | Altro e<br>interelimi-<br>nazioni |
| <b>Ricavi Aggregati pro-quota <sup>(1)</sup></b>                                                                                                            | <b>775,6</b>   | <b>428,5</b>          | <b>225,8</b>            | <b>86,7</b>            | <b>40,2</b>               | <b>(5,6)</b>                      |
| Ricavi consolidati <sup>(1)</sup>                                                                                                                           | 365,1          | 206,6                 | 62,2                    | 66,4                   | 39,1                      | (9,0)                             |
| Totale costi                                                                                                                                                | (382,9)        | (201,7)               | (72,2)                  | (50,0)                 | (34,3)                    | (24,7)                            |
| <b>Risultato operativo ante oneri di<br/>ristrutturazione e Svalutazioni/<br/>Rivalutazioni immobiliari</b>                                                 | <b>(17,7)</b>  | <b>4,8</b>            | <b>(10,0)</b>           | <b>16,4</b>            | <b>4,8</b>                | <b>(33,8)</b>                     |
| Risultato da partecipazioni ante<br>oneri di ristrutturazione e Svalutazioni/<br>Rivalutazioni immobiliari <sup>(2)</sup>                                   | (42,0)         | (23,9)                | (25,3)                  | 1,8                    | 5,3                       | 0,2                               |
| <b>Risultato operativo comprensivo dei<br/>risultati da partecipazioni ante oneri di<br/>ristrutturazione e Svalutazioni/<br/>Rivalutazioni immobiliari</b> | <b>(59,7)</b>  | <b>(19,2)</b>         | <b>(35,3)</b>           | <b>18,2</b>            | <b>10,1</b>               | <b>(33,5)</b>                     |
| <b>ACQUISIZIONE DI IMMOBILI E<br/>NON PERFORMING LOANS <sup>(4)</sup></b>                                                                                   | <b>4.968,7</b> |                       |                         |                        |                           |                                   |
| <b>VENDITE DI IMMOBILI 100%</b>                                                                                                                             | <b>864,9</b>   |                       |                         |                        |                           |                                   |
| <b>VENDITE DI IMMOBILI PRO QUOTA</b>                                                                                                                        | <b>361,8</b>   |                       |                         |                        |                           |                                   |
| <b>PLUSVALENZE LORDE 100%</b>                                                                                                                               | <b>167,3</b>   |                       |                         |                        |                           |                                   |
| <b>PLUSVALENZE PRO QUOTA</b>                                                                                                                                | <b>76,8</b>    |                       |                         |                        |                           |                                   |
| <b>MARGINI 100%</b>                                                                                                                                         | <b>19%</b>     |                       |                         |                        |                           |                                   |
| <b>MARGINI PRO QUOTA</b>                                                                                                                                    | <b>21%</b>     |                       |                         |                        |                           |                                   |

Figura 14: Fatturato e redditività (Pirelli RE Spa)

Di seguito, poi, vengono espone le medesime informazioni per singola area di business (es.: Italia Real Estate):

|                                                                                                                                                             | Italia - Real Estate - dicembre 2007 |                         |                                  |                                       |            |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|------------|------------|
|                                                                                                                                                             | Totale                               | Capitale <sup>(3)</sup> | Gestione <sup>(3)</sup>          |                                       |            |            |
|                                                                                                                                                             |                                      |                         | Totale<br>Piattaforma<br>Servizi | Fund<br>& Asset<br>Management<br>Fees | Agency     | Property   |
| Ricavi Aggregati pro-quota <sup>(2)</sup>                                                                                                                   | 824,0                                | 637,6                   | 186,4                            | 69,9                                  | 65,8       | 50,7       |
| Ricavi consolidati <sup>(2)</sup>                                                                                                                           | 223,9                                | 37,5                    | 186,4                            | 69,9                                  | 65,8       | 50,7       |
| Totale costi                                                                                                                                                | (199,0)                              | (34,2)                  | (164,8)                          | (57,0)                                | (60,2)     | (47,6)     |
| <b>Risultato operativo ante oneri di<br/>ristrutturazione e Svalutazioni/<br/>Rivalutazioni immobiliari</b>                                                 | <b>24,9</b>                          | <b>3,3</b>              | <b>21,6</b>                      | <b>12,9</b>                           | <b>5,6</b> | <b>3,1</b> |
| Risultato da partecipazioni ante oneri di<br>ristrutturazione e Svalutazioni/<br>Rivalutazioni immobiliari                                                  | 53,0                                 | 41,3                    | 11,7                             | 11,7                                  | 0,0        | 0,0        |
| <b>Risultato operativo comprensivo dei<br/>risultati da partecipazioni ante oneri di<br/>ristrutturazione e Svalutazioni/<br/>Rivalutazioni immobiliari</b> | <b>77,9</b>                          | <b>44,6</b>             | <b>33,4</b>                      | <b>24,6</b>                           | <b>5,6</b> | <b>3,1</b> |
| <b>ACQUISIZIONE DI IMMOBILI</b>                                                                                                                             | <b>670,2</b>                         |                         |                                  |                                       |            |            |
| <b>VENDITE DI IMMOBILI 100%</b>                                                                                                                             | <b>1730,4</b>                        |                         |                                  |                                       |            |            |
| <b>VENDITE DI IMMOBILI PRO QUOTA</b>                                                                                                                        | <b>462,9</b>                         |                         |                                  |                                       |            |            |
| <b>PLUSVALENZE LORDE 100%</b>                                                                                                                               | <b>379,1</b>                         |                         |                                  |                                       |            |            |
| <b>PLUSVALENZE PRO QUOTA</b>                                                                                                                                | <b>99,6</b>                          |                         |                                  |                                       |            |            |
| <b>MARGINI 100%</b>                                                                                                                                         | <b>22%</b>                           |                         |                                  |                                       |            |            |
| <b>MARGINI PRO QUOTA</b>                                                                                                                                    | <b>22%</b>                           |                         |                                  |                                       |            |            |

**Figura 15: Fatturato e redditività per area di business (Pirelli RE Spa)**

A tutte queste informazioni fornite in forma tabellare fanno seguito precisazioni testuali a commento o a integrazione di quanto esposto in forma schematica.

Tale rendicontazione relativa alle redditività ed alla marginalità appare esaustiva e completa.

## Indicatori

Nel bilancio al 31.12.2008 di Pirelli RE viene dato risalto al calcolo del NAV da parte di esperti indipendenti:

| (Euro/Bn)                                   | Dicembre 2008<br>100%   |                     |                             |                                           |                    | Dicembre 2007<br>100%   |                     |                             |                                           |                    |
|---------------------------------------------|-------------------------|---------------------|-----------------------------|-------------------------------------------|--------------------|-------------------------|---------------------|-----------------------------|-------------------------------------------|--------------------|
|                                             | Valore<br>di<br>mercato | Valore<br>contabile | Debito<br>Bancario<br>netto | Finanzia-<br>mento<br>Soci <sup>(*)</sup> | Net Asset<br>Value | Valore<br>di<br>mercato | Valore<br>contabile | Debito<br>Bancario<br>netto | Finanzia-<br>mento<br>Soci <sup>(*)</sup> | Net Asset<br>Value |
| Real Estate veicoli e fondi partecipati     | 15,0                    | 14,1                | 10,1                        | 1,2                                       | 3,7                | 12,0                    | 10,8                | 6,9                         | 1,0                                       | 4,1                |
| Real Estate veicoli e fondi non partecipati | 0,4                     | 0,4                 |                             |                                           |                    | 0,6                     | 0,5                 |                             |                                           |                    |
| <b>Totale Real Estate</b>                   | <b>15,4</b>             | <b>14,4</b>         | <b>10,1</b>                 | <b>1,2</b>                                |                    | <b>12,6</b>             | <b>11,3</b>         | <b>6,9</b>                  | <b>1,0</b>                                |                    |
| NPL <sup>(*)</sup>                          | 1,9                     | 1,9                 | 1,2                         | 0,4                                       |                    | 2,4                     | 2,4                 | 1,6                         | 0,4                                       |                    |
| <b>Totale Asset Under Management</b>        | <b>17,3</b>             | <b>16,3</b>         | <b>11,3</b>                 | <b>1,7</b>                                |                    | <b>15,0</b>             | <b>13,7</b>         | <b>8,5</b>                  | <b>1,4</b>                                |                    |

**Figura 16: Indicatori (Pirelli RE Spa)**

La tabella sopra riporta il NAV immobiliare 2008 e 2007 dei fondi partecipati oltre ad altre informazioni relative al valore contabile e di mercato dei fondi stessi.

## 5.5 Risanamento S.p.a.

Si riporta un estratto del conto economico consolidato del Gruppo Risanamento:

| (migliaia di euro)                                                                                                          |       | 31 dicembre<br>2008 | 31 dicembre<br>2007 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|---------------------|---------------------|
|                                                                                                                             | note  |                     |                     |
| Ricavi                                                                                                                      | 21)   | 120.950             | 169.308             |
| di cui con parti correlate                                                                                                  | 21)   | 25                  |                     |
| Variazione delle rimanenze                                                                                                  | 5)    | (12.507)            | 236.030             |
| Altri proventi                                                                                                              | 22)   | 46.337              | 54.138              |
| di cui con parti correlate                                                                                                  | 22)   | 31                  | 40                  |
| Valore della produzione                                                                                                     |       | 154.780             | 459.476             |
| Acquisti di immobili                                                                                                        | 23)   |                     | (206.132)           |
| di cui con parti correlate                                                                                                  | 23)   |                     | (15.232)            |
| Costi per servizi                                                                                                           | 24)   | (94.056)            | (146.155)           |
| di cui con parti correlate                                                                                                  | 24)   | (160)               | (167)               |
| Costi del personale                                                                                                         | 25)   | (11.214)            | (8.102)             |
| di cui non ricorrenti                                                                                                       | 25)   | (1.075)             |                     |
| Altri costi operativi                                                                                                       | 26)   | (38.762)            | (34.792)            |
| di cui con parti correlate                                                                                                  | 26)   | (1.124)             | (1.450)             |
| <b>RISULTATO OPERATIVO ANTE AMMORTAMENTI,<br/>PLUS/MINUSVALENZE E RIPRISTINI/SVALUTAZIONI DI ATTIVITA'<br/>NON CORRENTI</b> |       | <b>10.748</b>       | <b>64.295</b>       |
| Ammortamenti                                                                                                                | 1,2)  | (24.592)            | (24.740)            |
| Plusvalenze/Minusvalenze/Svalutazioni/Ripristini di valore<br>di attività non ricorrenti                                    | 2,27) | (61.500)            | 539                 |
| <b>RISULTATO OPERATIVO</b>                                                                                                  |       | <b>(75.344)</b>     | <b>40.094</b>       |
| Quota dei risultati delle partecipazioni in imprese collegate valutate<br>secondo il metodo del patrimonio netto            | 3)    | (3.102)             | (11.239)            |
| Proventi finanziari                                                                                                         | 28)   | 17.112              | 11.221              |
| di cui con parti correlate                                                                                                  | 28)   | 1.065               | 1.764               |
| Oneri finanziari                                                                                                            | 29)   | (195.282)           | (140.847)           |
| di cui con parti correlate                                                                                                  | 29)   | (148)               | (295)               |
| <b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE DERIVANTE DALLE<br/>ATTIVITA' IN FUNZIONAMENTO</b>                                         |       | <b>(256.616)</b>    | <b>(100.771)</b>    |
| Imposte sul reddito del periodo                                                                                             | 30)   | 42.879              | 9.108               |
| <b>RISULTATO DERIVANTE DALLE ATTIVITA' IN FUNZIONAMENTO</b>                                                                 |       | <b>(213.737)</b>    | <b>(91.663)</b>     |
| Utile (perdita) netto da attività destinate alla vendita                                                                    |       |                     |                     |
| <b>RISULTATO DEL PERIODO</b>                                                                                                |       | <b>(213.737)</b>    | <b>(91.663)</b>     |

Figura 17: Conto economico 2008 e 2007 (Risanamento Spa)

Anche questo Gruppo nel 2008 ha rilevato perdite ingenti pari a 213.737 €/000.

Anche per questa realtà immobiliare i revisori mettono in dubbio l'ipotesi di continuità aziendale e ciò ha comportato la messa in pratica di manovre volte ad invertire la tendenza tra cui, si segnalano, accordi di moratoria con gli istituti creditizi e un piano di **cessioni** reso però difficoltoso dal contesto di paralisi economica di questi mesi.

Come per i precedenti Gruppi sottolineiamo che nella relazione di bilancio al 31.12.2008 viene fatto un esplicito richiamo alla raccomandazione CONSOB di cui all'oggetto.

### Rappresentazione del portafoglio immobiliare

Per descrivere il portafoglio immobiliare Risanamento classifica i propri assets in investimenti immobiliari, progetti di sviluppo ed immobili per il trading. La categoria “investimenti immobiliari” viene ulteriormente suddivisa in aree geografiche mentre la categoria dedicata agli immobili destinati al trading è ulteriormente suddivisa in terreni ed immobili.

| CATEGORIA                              | VALORE CONTABILE<br>(€'1000) | CRITERIO DI<br>CONTABILIZZAZIONE | VALORE DI MERCATO<br>(€'1000) | DATA ULTIMA PERIZIA |
|----------------------------------------|------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|---------------------|
| <b>INVESTIMENTI IMMOBILIARI</b>        |                              |                                  |                               |                     |
| - Francia                              | 872.539                      | (B)                              | 1.161.600                     | dic-08              |
| - USA                                  | 215.564                      | (B)                              | 215.564                       | dic-08              |
| - Italia                               | 198.287                      | (B)                              | 240.036                       | dic-08              |
| <b>TOTALE INVESTIMENTI IMMOBILIARI</b> | <b>1.286.390</b>             |                                  | <b>1.617.200</b>              |                     |
| <b>PORTAFOGLIO IMMOBILIARE</b>         |                              |                                  |                               |                     |
| <i>Progetti di sviluppo</i>            |                              |                                  |                               |                     |
| - Milano Santa Giulia                  | 582.674                      | (A)                              | 917.063                       | dic-08              |
| - Immobiliare Cascina Rubina           | 323.265                      | (A)                              | 740.484                       | dic-08              |
| <i>Totale progetti di sviluppo</i>     | <i>905.939</i>               |                                  | <i>1.657.547</i>              |                     |
| <i>Immobili per trading</i>            |                              |                                  |                               |                     |
| - Terreni                              | 106.606                      | (A)                              | 197.726                       | dic-08              |
| - Immobili                             | 607.732                      | (A)                              | 645.465                       | dic-08              |
| <i>Totale immobili per trading</i>     | <i>714.338</i>               |                                  | <i>843.191</i>                |                     |
| <b>TOTALE PORTAFOGLIO IMMOBILIARE</b>  | <b>1.620.277</b>             |                                  | <b>2.500.738</b>              |                     |
| <b>TOTALE</b>                          | <b>2.906.667</b>             |                                  | <b>4.117.938</b>              |                     |

**Figura 18: Rappresentazione del portafoglio immobiliare (Risanamento Spa)**

Per ciascuna delle sottocategorie elencate vengono esposti il valore netto contabile confrontato con il valore di mercato desunto dalla perizia la cui data viene anch'essa inserita in tabella.

Nelle note alla tabella sopra vengono riportate, oltre ai criteri di valutazione utilizzati, anche ulteriori informazioni in merito alla concentrazione dei locatari, al vacancy rate nonché al tasso di rendimento.

### Situazione finanziaria debitoria

Richiamando nuovamente la raccomandazione CONSOB del 26 febbraio 2009 viene riportata la seguente tabella:

| CATEGORIA                       | VALORE CONTABILE<br>(€/1000) | DEBITO FINANZIARIO<br>DIRETTO<br>(€/1000) (a) | FORMA TECNICA                                                                            | MATURITY<br>MEDIA | SIGNIFICATIVE<br>CLAUSOLE<br>CONTRATTUALI |
|---------------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------------------------------|
| INVESTIMENTI IMMOBILIARI        |                              |                                               |                                                                                          |                   |                                           |
| - Francia                       | 872.539                      | 882.762                                       | finanziamento ipotecario                                                                 | 9,3               | (b)                                       |
| - USA                           | 215.564                      | 197.600                                       | finanziamento ipotecario                                                                 | 0,8               |                                           |
| - Italia                        | 198.287                      | 208.191                                       | finanziamento ipotecario                                                                 | 18,7              |                                           |
| TOTALE INVESTIMENTI IMMOBILIARI | 1.286.390                    | 1.288.553                                     |                                                                                          |                   |                                           |
| PORTAFOGLIO IMMOBILIARE         |                              |                                               |                                                                                          |                   |                                           |
| Progetti di sviluppo            |                              |                                               |                                                                                          |                   |                                           |
| - Milano Santa Giulia           | 582.674                      | 175.702                                       | mutuo fondiario                                                                          | 1,4               | (b)                                       |
| - Immobiliare Cascina Rubina    | 323.265                      | 284.264                                       | mutuo ipotecario                                                                         | 8,2               |                                           |
| Totale progetti di sviluppo     | 905.939                      | 439.966                                       |                                                                                          |                   |                                           |
| Immobili per trading            |                              |                                               |                                                                                          |                   |                                           |
| - Terreni                       | 106.606                      | 87.958                                        | finanziamento ipotecario, mutuo<br>fondiario, anticipazioni su vendite, leasing          | 1,9               | (b)                                       |
| - Immobili                      | 607.732                      | 468.639                                       | finanziamento ipotecario, mutuo<br>fondiario, apertura di credito ipotecaria,<br>leasing | 6,0               |                                           |
| Totale immobili per trading     | 714.338                      | 556.597                                       |                                                                                          |                   |                                           |
| TOTALE PORTAFOGLIO IMMOBILIARE  | 1.620.277                    | 996.563                                       |                                                                                          |                   |                                           |
| TOTALE                          | 2.906.667                    | 2.285.116                                     |                                                                                          |                   |                                           |

Figura 19: Situazione finanziaria debitoria (Risanamento Spa)

Riprendendo la classificazione proposta per la composizione del portafoglio immobiliare nella tabella sopra viene esposta la situazione debitoria della società per singola iniziativa specificando anche la forma tecnica del debito e inserendo un richiamo ad altra parte del documento per l'esposizione dei covenants.

In un'altra sezione della relazione, infatti, vengono descritti non solo i principali covenants al cui rispetto è sottoposto il Gruppo ma anche i rapporti intrattenuti con gli istituti bancari presso cui il Gruppo è maggiormente esposto.

Non si rilevano altre informazione sufficientemente “organiche” per rispettare quanto previsto dalla raccomandazione CONSOB oggetto del presente elaborato.

## 5.6 Beni Stabili S.p.a.

Questo Gruppo è l'unico del campione analizzato ad aver chiuso il 2008 con un utile consolidato, pari a 36.793 €/000 anche se in netto peggioramento rispetto a quello riportato lo scorso esercizio.

Si riporta uno stralcio del conto economico consolidato 2008 e 2007:

|                                                 |     |                      |                       |
|-------------------------------------------------|-----|----------------------|-----------------------|
| <b>Risultato netto dell'esercizio</b>           |     | <u><b>36.793</b></u> | <u><b>117.098</b></u> |
| (Utile)/Perdita di competenza di terzi          | 6.3 | <u>0</u>             | <u>2</u>              |
| <b>RISULTATO NETTO DI COMPETENZA DEL GRUPPO</b> |     | <u><b>36.793</b></u> | <u><b>117.100</b></u> |

**Figura 20: Stralcio conti economici 2008 e 2007 (Beni Stabili Spa)**

I risultati positivi conseguiti sono da attribuirsi ad un comportamento difensivo da parte del management già a partire dal 2007 e dall'introduzione di nuove aree di business in particolare rivolte agli Enti Territoriali per la valorizzazione del loro patrimonio immobiliare.

A differenza delle altre società analizzate vengono inserite nel fascicolo di bilancio le perizie effettuate da terzi indipendenti aventi ad oggetto i beni che compongono il portafoglio immobiliare del Gruppo Beni Stabili.

Nella relazione di bilancio del Gruppo al 31.12.2008 non viene esplicitamente richiamata la raccomandazione CONSOB di cui ci si sta occupando.

Come per gli altri membri del campione si riportano le risultanze dell'analisi del bilancio al 31.1.2008 pubblicato sul sito di Borsa Italiana S.p.A..

## Rappresentazione del portafoglio immobiliare

La classificazione proposta da Beni stabili riguarda: immobili di investimento, immobili in fase di sviluppo, immobili strumentali, attività destinate alla vendita, immobili destinati alla commercializzazione. Si riporta la tabella riepilogativa contenuta nel bilancio:

| Descrizione                                        | Valore di carico<br>31.12.2008 | Criterio di contabilizzazione                                                                                                                                                              | Valore di mercato al<br>31.12.2008 | Data ultima<br>perizia |
|----------------------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------|
| <b>Immobili di Investimento</b>                    | <b>3.787.889</b>               | IAS 40 - Valore equo (fair value)                                                                                                                                                          | <b>3.787.889</b>                   | 31.12.2008             |
| Ufficio                                            | 3.513.689                      |                                                                                                                                                                                            | 3.513.689                          |                        |
| Commerciale                                        | 274.200                        |                                                                                                                                                                                            | 274.200                            |                        |
| Altre                                              | -                              |                                                                                                                                                                                            | -                                  |                        |
| <b>Immobili posseduti per la vendita</b>           | <b>172.265</b>                 | IFRS 5 - Valore equo (fair value)                                                                                                                                                          | <b>172.265</b>                     | 31.12.2008             |
| Ufficio                                            | 172.265                        |                                                                                                                                                                                            | 172.265                            |                        |
| Commerciale                                        | -                              |                                                                                                                                                                                            | -                                  |                        |
| Altre                                              | -                              |                                                                                                                                                                                            | -                                  |                        |
| <b>Immobili in fase di sviluppo</b>                | <b>263.942</b>                 | IAS 40 - Costo di acquisto incrementato dei costi diretti e degli oneri finanziari sostenuti per attività di sviluppo, eventualmente valutato per allinearlo al minor valore recuperabile. | <b>278.170</b>                     | 31.12.2008             |
| Immobile in Milano - P.zza Freud - Torre B         | 65.090                         |                                                                                                                                                                                            | 65.090                             |                        |
| Milano (torr)                                      | 19.250                         |                                                                                                                                                                                            | 19.250                             |                        |
| Area sita in Milano - Zona Ripamonti               | 66.630                         |                                                                                                                                                                                            | 68.660                             |                        |
| Area sita in Milano - Sclereto                     | 23.710                         |                                                                                                                                                                                            | 23.710                             |                        |
| Milano - Galleria del coro                         | 66.663                         |                                                                                                                                                                                            | 68.440                             |                        |
| Altre iniziative                                   | 33.000                         |                                                                                                                                                                                            | 33.000                             |                        |
| Costi accesi su progetti in corso di valutazione   | 379                            |                                                                                                                                                                                            | -                                  |                        |
| <b>Immobili destinati alla commercializzazione</b> | <b>118.344</b>                 | IAS 2 - Minore tra costo di acquisto e valore netto di realizzo                                                                                                                            | <b>136.950</b>                     | 31.12.2008             |
| Ufficio                                            | 32.621                         |                                                                                                                                                                                            | 40.310                             |                        |
| Commerciale                                        | 37.061                         |                                                                                                                                                                                            | 37.830                             |                        |
| Altre                                              | 48.662                         |                                                                                                                                                                                            | 58.810                             |                        |
| <b>Immobili strumentali</b>                        | <b>49.846</b>                  | IAS 16 - Costo di acquisto al netto degli ammortamenti cumulati e delle eventuali perdite di valore                                                                                        | <b>55.078</b>                      | 31.12.2008             |
| <b>Totale Patrimonio Immobiliare</b>               | <b>4.392.286</b>               |                                                                                                                                                                                            | <b>4.430.352</b>                   |                        |

**Figura 21: Rappresentazione del portafoglio immobiliare 1 (Beni Stabili Spa)**

In questa tabella per ciascuna delle categorie proposte si precisano il valore netto contabile, il criterio di contabilizzazione, il valore di mercato e la data dell'ultima perizia effettuata (31.12.2008).

In altre sezioni del documento vengono proposte altre classificazioni del portafoglio come quella rappresentata dal grafico sottostante che recepisce una classificazione per destinazione d'uso e localizzazione:

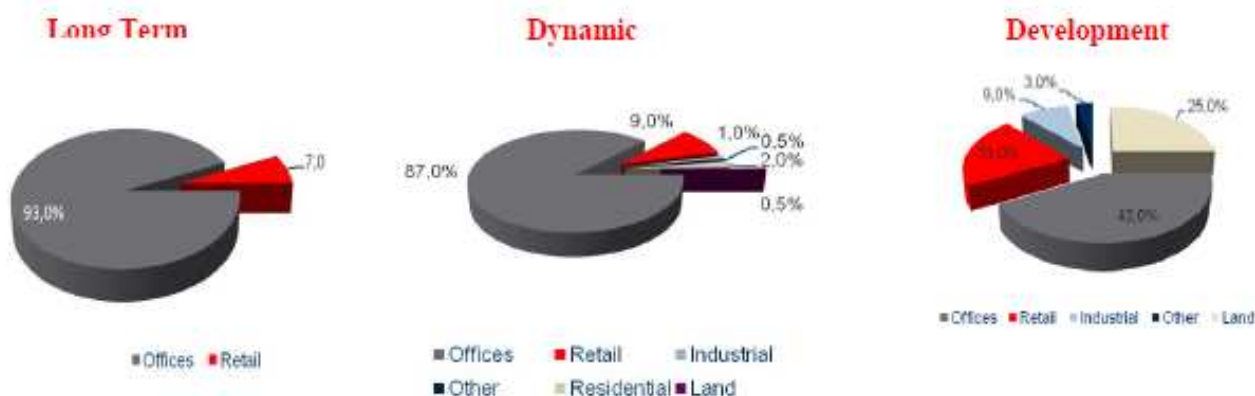


Figura 22: Rappresentazione del portafoglio immobiliare 2 (Beni Stabili Spa)

### Situazione finanziaria debitoria

La tabella sottostante è un estratto di quella contenuta nel documento di bilancio che riepiloga la situazione dei finanziamenti in essere:

| Tipologia finanziamento   | Operazione                           | Valore contabile debiti finanziari 31.12.2008 | Numero immobili concessi in garanzia | Valore Contabile degli immobili a garanzia del finanziamento 31.12.2008 | Valore di mercato degli immobili a garanzia del finanziamento 31.12.2008 | Ultima Scadenza        | RIMBORSO                                                                                                                           | Covenants Finanziari                                          |
|---------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| Mutuo fondiario           | BS PROP. MANAG.                      | 19.058                                        | 1                                    | 35.89%                                                                  | 42.040                                                                   | 10-lug-15              | ammortamento crescente con balloon finale di 7.728 migliaia di Euro                                                                | N/A                                                           |
| Mutuo fondiario           | MONTENERO                            | 22.717                                        | 1                                    | 38.120                                                                  | 38.120                                                                   | 31-mar-13              | ammortamento annuale di 1.364 migliaia di Euro con balloon finale di 17.357 migliaia di Euro                                       | N/A                                                           |
| Mutuo fondiario           | INM. GARIBOLDI                       | 321.647                                       | 9                                    | 624.639                                                                 | 624.260                                                                  | 31-dic-12              | ammortamento annuale fino a 7.000 migliaia di Euro con balloon finale di 358.000 migliaia di Euro                                  | DSR >= 1,1<br>LTV <= 70%<br>Debiti/Mezzi Propri max 3:1       |
| Mutuo fondiario           | TORINO DS INVESTMENT                 | 79.117                                        | 5                                    | 168.320                                                                 | 168.320                                                                  | 30-giu-15              | ammortamento annuale di 3.840 migliaia di Euro, da 09/11 2.400 migliaia di Euro p.a. con balloon finale di 61.080 migliaia di Euro | LTV <= 70%<br>DSR >= 1,1                                      |
| Mutuo fondiario           | TORINO DS TRADING S.p.A. (42,48% BS) | 12.542<br>4.209                               | 3<br>1                               | 29.011<br>9.386                                                         | 39.698<br>14.171                                                         | 30-giu-11<br>31-dic-37 | Bullet<br>Bullet                                                                                                                   | N/A                                                           |
| Mutuo ipotecario          | MILANO ZEROSEI                       | 276.009                                       | 14                                   | 544.903                                                                 | 545.290                                                                  | 19-dic-13              | Bullet                                                                                                                             | LTV < 60%                                                     |
| Mutuo fondiario           | SPORT GARDEN                         | 60.341                                        | 5                                    | 93.162                                                                  | 93.500                                                                   | 8-mar-12               | Bullet                                                                                                                             | LTV < 65%<br>DSR > 1,1-1,3                                    |
| Conto corrente ipotecario | RIGI S.r.l. ( 50% BS)                | 13.726                                        | 1                                    | 28.409                                                                  | 28.409                                                                   | 30-nov-12              | Bullet                                                                                                                             | Posiz. Fin. Netta/PN <= 5                                     |
| Mutuo fondiario           | FJP                                  | 122.568                                       | 17                                   | 174.632                                                                 | 174.960                                                                  | 24-apr-13              | Bullet                                                                                                                             | LTV <= 70%<br>LTV Consolidata <= 65%<br>DSR > 1,1             |
| Mutuo fondiario           | VERDI                                | 19.894                                        | 1                                    | 29.973                                                                  | 29.973                                                                   | 31-mar-15              | Bullet                                                                                                                             | N/A                                                           |
| Mutuo fondiario           | TELMA S.r.l.                         | 43.756                                        | Area                                 | 66.630                                                                  | 68.680                                                                   | 7-giu-10               | Bullet                                                                                                                             | Posiz. Fin. Netta/Mezzi Propri <= 3<br>Mezzi Propri >= € 20 M |

Figura 23: Situazione finanziaria debitoria (Beni Stabili Spa)

Per ciascun immobile viene specificata la forma tecnica del finanziamento, il valore netto contabile del debito, il valore di mercato degli immobili finanziati, la scadenza, le modalità di rimborso e i covenants.

### Informazioni su cessioni rilevanti

La società propone informazioni relative alle cessioni perfezionate nel corso del 2008 nonché dei preliminari il cui perfezionamento si concluderà nel 2009.

A titolo esemplificativo si riporta la tabella contenente le informazioni sulle cessioni del 2008:

|                                              | Prezzo di vendita<br>(valori nominali) | Importo incassato<br>al 31.12.2008 (*) | Importo nominale del<br>finanziamento rimborsato<br>al 31 dicembre 2008 |
|----------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| Immobili posseduti per la vendita            | 185.100                                | 141.350                                | 65.460                                                                  |
| Immobili destinati alla commercializzazione  | 53.135                                 | 40.415                                 | 20.377                                                                  |
| <b>Totale immobili venduti al 31.12.2008</b> | <b>238.235</b>                         | <b>181.765</b>                         | <b>85.837</b>                                                           |

Figura 24: Riepilogo delle cessioni rilevanti (Beni Stabili Spa)

### Indicatori

Il Gruppo riporta un riepilogo del NAV per azione calcolato sulle varie categorie di business:

| Azioni                                                        | 1.780.683.717  |                   | 2.079.827.531    |                   |
|---------------------------------------------------------------|----------------|-------------------|------------------|-------------------|
| (milioni di Euro)                                             | 31/12/2008     | NAV per<br>azione | 31-12-08 diluito | NAV per<br>azione |
| Valore di mercato immobili di investimento (inclusa sede)     | 3.173,1        |                   | 3.173,1          |                   |
| Valore di mercato immobili in fase di sviluppo                | 278,2          |                   | 278,2            |                   |
| Valore di mercato immobili destinati alla commercializzazione | 135,9          |                   | 135,9            |                   |
| Valore di mercato attività destinate alla vendita             | 842,1          |                   | 842,1            |                   |
| Altre attività e passività                                    | 55,8           |                   | 55,8             |                   |
| Debiti al netto della cassa                                   | (2.183,8)      |                   | (1.906,9)        |                   |
| <b>Gross NAV</b>                                              | <b>2.302,3</b> | <b>1,293</b>      | <b>2.579,2</b>   | <b>1,240</b>      |
| Imposte differite sul portafoglio                             | (199,7)        |                   | (199,7)          |                   |
| <b>NNAV</b>                                                   | <b>2.102,6</b> | <b>1,181</b>      | <b>2.379,5</b>   | <b>1,144</b>      |
| MIM dei derivati (*)                                          | (166,2)        |                   | (166,2)          |                   |
| Differenziale MIM debiti finanziari                           | (33,3)         |                   | (33,3)           |                   |
| Differenziale MIM prestito obbligazionario convertibile       | (9,8)          |                   | -                |                   |
| Imposte                                                       | 56,6           |                   | 53,9             |                   |
| <b>NNNAV</b>                                                  | <b>1.949,9</b> | <b>1,095</b>      | <b>2.233,9</b>   | <b>1,074</b>      |

(\*) Il mtm dello swap sul tasso di inflazione relativo al portafoglio di Imser 60 S.r.l. è stato calcolato in coerenza con le previsioni di andamento futuro dell'inflazione considerate dall'esperto indipendente nella valutazione di tale portafoglio.

Figura 25: Indicatori (Beni Stabili Spa)

## **6. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI**

Una volta analizzato il contenuto dei bilanci delle singole società che compongono il campione, si ritiene opportuno riepilogare i risultati ottenuti con l'analisi empirica dei documenti lasciando al prossimo capitolo la disamina sulle conclusioni.

Innanzitutto, si sottolinea da un lato la rilevanza del settore immobiliare all'interno del portafoglio complessivo di Borsa Italiana Spa e, dall'altro, la profonda crisi economica e finanziaria che sta attanagliando la maggior parte di questi gruppi tra cui, si ricorda, il gruppo Risanamento che si trova a dover rispettare un piano di ristrutturazione.

Al fine di facilitare la comprensione dei risultati ottenuti si propone la seguente tabella di riepilogo in cui si riportano, per ogni bilancio esaminato, le informazioni richieste dalla raccomandazione Consob che si sono rintracciate nei rispettivi documenti:

|                            | <b>Rappresentazione<br/>del portafoglio<br/>immobiliare</b> | <b>Situazione<br/>finanziaria debitoria</b> | <b>Fatturato<br/>e redditività</b> | <b>Cessioni significative</b> | <b>Indicatori</b> |
|----------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|-------------------|
| <b>AEDES SPA</b>           | X                                                           | X                                           | X                                  | -                             | -                 |
| <b>GABETTI SPA</b>         | X                                                           | X                                           | X                                  | X                             | -                 |
| <b>PIRELLI RE SPA</b>      | X                                                           | X                                           | X                                  | -                             | X                 |
| <b>RISANAMENTO<br/>SPA</b> | X                                                           | X                                           | -                                  | -                             | -                 |
| <b>BENI STABILI SPA</b>    | X                                                           | X                                           | -                                  | X                             | X                 |

**Figura 26: Riepilogo dei risultati ottenuti**

Alla luce di quanto esposto nella tabella sopra riportata emerge sicuramente uno sforzo di adattamento ai suggerimenti richiesti dalla raccomandazione Consob oggetto del presente lavoro in particolare per quanto riguarda le informazioni relative alla composizione del portafoglio e alla composizione del debito nonché alle sue caratteristiche quali, ed esempio, la presenza di covenants. Queste informazioni sono esposte in tutti i bilanci sottoforma tabellare e ciò consente una lettura e un'interpretazione più immediata delle informazioni.

I Gruppi Aedes, Pirelli RE e Beni Stabili hanno pubblicato bilanci con un livello informativo qualitativamente più elevato e sono riportate notizie che vanno ben oltre al livello minimo richiesto da Consob.

Nel caso di Pirelli RE, ad esempio, vengono proposte diverse classificazioni del portafoglio immobiliare oltre alla spaccatura geografica dei mercati di riferimento.

Il bilancio più carente delle informazioni richieste è quello di Risanamento SpA che, si ricorda, sta attraversando un periodo di turbolenze finanziarie che hanno richiesto l'avvio di un piano di ristrutturazione.

Solo in due bilanci, quelli di Pirelli RE e Beni Stabili, vengono riportati indicatori quali il NAV, mentre negli altri non si trovano tali informazioni. Questo è sicuramente la richiesta meno rispettata dalle società del campione.

Per quanto riguarda le “Altre informazioni rilevanti” sottolineiamo che in tutti i bilanci si dà conto della situazione contingente negativa e delle manovre poste in essere dal management per contrastare queste situazioni.

## Conclusioni

Nel rielaborare le informazioni ed i dati emersi nella ricerca sopra descritta, non ci si può esimere dal contestualizzare le informazioni fornite nei bilanci chiusi al 31.12.2008.

Tutte le società del campione, ad eccezione del Gruppo Beni Stabili, mostrano dei bilanci in pesante perdita ed alcune si vedono messo in discussione il principio di continuità aziendale.

È evidente che in uno scenario come questo l'ordine di priorità e di importanza che normalmente viene dato alle informazioni contenute nei bilanci viene necessariamente rivisto.

Ampio spazio è infatti lasciato, dalle società interessate, alla descrizione dei piani di risanamento e di ristrutturazione che si stanno portando avanti in società per invertire la tendenza negativa.

Ciò premesso, come peraltro già sottolineato, in un clima come quello descritto la necessità di fornire informazioni dettagliate e affidabili è più che mai sentito da tutti gli *stakeholders*, in particolare dal pubblico degli investitori e dei finanziatori.

Da queanto è emerso possiamo sen'altro dire che le società del campione hanno mostarto una buona ricettività alla raccomandazione Consob in quanto tre Gruppi su cinque citano la raccomandazione in oggetto nonostante questa sia stata emenata in tempi relativamente ravvicinati rispetto alle date previste per la pubblicazione.

D'altra parte si sottolinea come non sia ravvisabile in nessun bilancio analizzato una sistematicità e un'organicità nelle informazioni fornite che agevoli il reperimento delle stesse all'interno del bilancio da parte del lettore.

In altre parole il livello informativo si è sicuramente arricchito sia dal punto di vista qualitativo sia quantitativo rispetto al passato ma ciò che ancora manca è uno schema logico espositivo che faciliti la comparazione tra i bilanci e tra società.

Non viè dubbio, però, che il set informativo fornito al mercato attraverso i bilanci di fine esercizio, sia a investitori sia a finanziatori, sia aumentato rispetto al passato e ci sono stati dei *feedback* positivi da parte di alcuni istituti di credito.

Purtroppo, a causa delle distorsioni intervenute sull'andamento dei corsi azionari a causa della crisi globale, non è stato possibile analizzare un eventuale impatto benefico sulle quotazioni in seguito all'"iniezione" informativa apportata dal rispetto della raccomandazione Consob.

Analizzando nello specifico l'inserimento di alcune informazioni richieste dalla raccomandazione, possiamo evidenziare come, a livello complessivo, la tematica del rispetto dei covenants sui debiti contratti viene esplicitata in tutte le società del campione anche se in modi differenti.

Ciò è sicuramente un dato incoraggiante e questa è, senza dubbio, un'informazione che può permettere ai lettori del bilancio di trarre conclusioni importanti in merito alla situazione aziendale. Generalmente i covenants richiedono il rispetto di parametri sia patrimoniali sia reddituali e il loro mancato adempimento segnala indubbiamente delle problematiche serie relativamente al business dell'impresa, ma, nello stesso tempo il lettore si aspetta che a breve alla società potrà essere richiesto di rientrare dei finanziamenti erogati dagli istituti bancari che avevano preteso come garanzia il rispetto dei covenants. Questo ovviamente adrebbe ad acuire le tensioni già in essere all'interno dell'azienda.

Un'altra informazione che viene riportata da quasi la totalità del campione anche se in modo non così dettagliato come per i covenants, è rappresentata dall'esposizione della correlazione tra attivi immobiliari e finanziamenti contratti.

Anche questa è sicuramente un'informazione fondamentale da fornire poiché garantisce un buon livello di trasparenza nelle operazioni intraprese dal management che prevedono l'utilizzo della cosiddetta leva finanziaria.

Si sottolinea che le informazioni fornite in tal senso dal campione analizzato, complessivamente considerato, sono tutto sommato soddisfacenti ed anche la rappresentazione, in tutti i casi in forma tabellare, consente una buona lettura e comprensione dell'informazione fornita.

In riferimento alla raccomandazione Consob in oggetto, l'aspetto più lacunoso è rappresentato dall'esposizione di indicatori quali il NAV che viene riportato solo in due bilanci su cinque analizzati (Pirelli RE e Beni Stabili).

Si deve tenere presente che in questi ultimi anni si è assistito a un abuso di indicatori sintetici che talvolta, a causa di una formulazione eccessiva di ipotesi alla base, portavano a una visione distorta della realtà. Tuttavia spesso gli indicatori sono indispensabili per dare conto di uno specifico aspetto della complessa realtà aziendale. In altre parole, non si può affidare agli indicatori la descrizione dell'intera complessità aziendale ma essi devono essere utilizzati per facilitare e accelerare la comprensione di determinati ambiti o contingenze della vita economica dell'impresa.

Da questo punto di vista le società del campione devono sicuramente implementare il livello di informazione fornito.

A livello generale, per concludere, considerando i tempi tutto sommato limitati in cui è stato richiesto alle società di adattarsi alle richieste della raccomandazione Consob e tenendo presente la situazione anomala di crisi che sta permeando il contesto economico delle società analizzate, si sottolinea la positività dello sforzo di adattamento mostrato dal campione alle nuove istanze informative e si dà risalto al buon livello informativo conferito ai bilanci chiusi al 31.12.2008.

## ***Bibliografia***

Testi:

**Società di investimento immobiliare quotate**, Vari, 2007, il Sole 24 Ore, Milano.

**Real Estate**, a cura di Claudio Cacciamani, 2006, Egea, Milano.

Giornali, riviste, pubblicazioni ecc:

**Il Sole 24 Ore**, numeri vari;

**Contabilità e Bilancio**, numeri vari;

**Bollettino Banca d'Italia**, edizioni varie;

**Pubblicazioni agenzia del Territorio**, varie;

**Pubblicazioni NOMISMA**, varie.

Siti web:

**[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)**

**[www.consob.it](http://www.consob.it)**

**[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)**

**[www.assirevi.it](http://www.assirevi.it)**