

Una conversazione con Marco Sangiorgio, Direttore generale CDP Investimenti Sgr

Eugenio Arbizzani *Meno risorse per maggiori esigenze. Nel nostro Paese è ormai pervasiva l'impellenza di giungere a una più moderna strutturazione delle attrezzature dedicate ai servizi di pubblica utilità – che è il nostro tema – dalla residenza collettiva e sociale alle scuole alle strutture per l'Università e la Ricerca. Parimenti appare sempre più evidente che anche nel futuro le risorse pubbliche da dedicarvi siano in progressiva diminuzione. Quali strumenti possono essere resi disponibili per attivare processi di gestione delle risorse finanziarie da dedicare all'utilità pubblica dopo le esperienze che noi abbiamo riscontrato spesso fallite del partenariato pubblico privato, dalle Società di Trasformazione Urbana ai programmi di project financing? Perché i fondi immobiliari dovrebbero rappresentare un'opportunità più credibile?*

Marco Sangiorgio Il fondo immobiliare è uno strumento finanziario, quindi non prevede ricadute 'automatiche' nella sfera pubblica. Il fondo è un veicolo gestito da una SGR (Società di Gestione del Risparmio) e può essere quotato, con la caratteristica di attrarre risparmio da parte di risparmiatori retail e in parte, soprattutto oggi, da parte di investitori istituzionali.

Per l'investitore istituzionale è preferibile, sotto certe condizioni, investire attraverso un fondo immobiliare piuttosto che attraverso una partnership societaria, perché si affida a un gestore professionale con regole molto trasparenti e vigilanza da parte di Banca d'Italia, Consob, e del sistema dei controlli interni. Come SGR contiamo una quindicina di controllori, interni ed esterni, nella nostra attività. Il fondo immobiliare non è una soluzione di per sé: se il fondo 'confeziona' asset immobiliari con una redditività attraente per gli investitori, allora è una soluzione; diversamente, un asset immobiliare che non sia attrattivo per un investitore non lo sarà neanche dentro al fondo immobiliare.

Financial instruments for the regeneration of the public assets

Eugenio Arbizzani *Lesser resources for greater needs. In our country, there is a pervasive and impelling need to attain a more modern structuring of apparatus dedicated to services of public utility - which is our theme - from collective social housing to facilities for the university and research. Likewise, it seems increasingly clear that in the future as well, the resources to be dedicated to this are gradually diminishing. What instruments can be made available to activate the processes of managing the financial resources to be dedicated to public utility after the experiences, which we have often found to have failed, of the public/private partnership, from the urban transformation companies to project financing programmes? Why should real estate funds represent a more credible opportunity?*

Marco Sangiorgio The real estate fund is a financial instrument, so it has no

Si legge molto, si è sempre letto del fondo immobiliare come panacea per trovare risorse finanziarie da dedicare all'utilità pubblica, attraverso la vendita di immobili pubblici. Questo è vero soltanto quando si tratta di immobili pubblici a reddito, inseriti in un fondo immobiliare: a quel punto si trovano degli acquirenti interessati alle prospettive future di quel portafoglio. Ma una scuola, pur apportata ad un fondo immobiliare, scuola era e scuola rimane. Se vogliamo attrarre capitali dobbiamo 'confezionare' prodotti che siano credibili per investitori privati.

E.A. *La domanda tendeva proprio a questo, cioè l'ipotesi anche della legge recente sul nuovo programma di edilizia scolastica con i fondi immobiliari – a Bologna forse finalmente partirà la prima iniziativa – il problema è che tipo di redditività può dare ai possibili investitori un'operazione di questo genere? Forse l'S.G.R. avendo un orizzonte temporale più ampio di quello di una giunta comunale può avere degli strumenti per andare a una valorizzazione di carattere urbanistico o a un cambio di destinazione d'uso che, in un maggior lasso di tempo, può arrivare ad una redditività altrimenti impossibile da raggiungere. Però forse c'è anche l'altro tema: fino a che punto la redditività può essere abbassata? Ci sono investitori pubblici che hanno carattere etico che possono accontentarsi di redditività minore, magari a patto di minori rischi?*

M.S. Noi siamo portatori di un'esperienza di questo tipo, perché il Fondo Investimenti per l'Abitare che noi gestiamo, attivo nel Social Housing, è un fondo 'etico' in quanto gli investitori, soprattutto privati, che hanno investito nel fondo si sono accontentati di una redditività inferiore a quella attesa da investimenti a sviluppo immobiliare di mercato. Il FIA ha un obiettivo di rendimento di 2 punti percentuali oltre l'inflazione, che ovvia-

'automatic' repercussions in the public sphere. The fund is a vehicle managed by a savings management company (known in Italian as SGRs, for 'Società di Gestione del Risparmio') and may be listed, with the characteristic of attracting savings from retail savers and partially - particularly nowadays - from institutional investors.

For the institutional investor, it is preferable, under certain conditions, to invest through a real estate fund rather than through a corporate partnership, because it places its trust in a professional manager with highly transparent rules and oversight by Banca d'Italia, CONSOB, and the internal control system. As SGRs, we count on about fifteen internal and external controllers in our activity.

The real estate fund is not a solution in and of itself: if the fund 'packages' real estate assets with a profitability that is

highly attractive to investors, in that case it is a solution; otherwise, a real estate asset that is not attractive for an investor won't be attractive within the real estate fund either.

One reads a lot about, and has always read about, real estate funds as a cure-all for finding financial resources to be dedicated to public utility, through the sale of public real estate. This is true only when it is a matter of income-producing public real estate, included in a real estate fund: at that point, one finds purchasers interested in that portfolio's future prospects. But a school, even if brought into a real estate fund, was a school before, and a school it shall remain. If we wish to attract capital, we must 'package' products credible for private investors.

E.A. *Demand tended precisely towards this, which is also to say the case of the recent law on the new programme of*

mente è molto poco. Il target era basso soprattutto rispetto ai tassi decisamente più alti vigenti quando il fondo immobiliare è nato: nel fare gli investimenti prendevamo sempre un margine di sicurezza di 1 punto percentuale rispetto a quello che richiede il fondo. Considerando l'inflazione al 2%, puntavamo al 5%: adesso questa redditività è diventata pacificamente 4%, almeno per il breve periodo, considerando l'attuale andamento dell'inflazione. Quella iniziativa, nata sulla spinta del governo, ha coinvolto alcuni tra i più grandi investitori italiani sulla base di principi di corporate social responsibility. Operazioni simili hanno bisogno di sponsorship private nell'ambito di investitori pazienti di lungo periodo ovvero un impulso pubblico.. Il fondo dedicato alle scuole, ad esempio, potrebbe beneficiare di contribuzioni che aiutano a 'scaldare' il rendimento dell'operazione. Se ci sono tutte queste componenti allora sì, è possibile.

E.A. *C'è anche l'INAIL ma il fondo scuole dovrebbe essere stato finanziato per una prima tranche di 38 mln di euro dallo Stato come contributo di co-finanziamento. Ad oggi lo Stato non ha ancora detto se continuerà a mettere un contributo perché il problema vero è che fino ad oggi gli enti locali si sono trovati le scuole gratis perché le pagava lo Stato. Evidentemente questo non è più possibile. Ma lo Stato è ancora disponibile a mettere almeno un cip del 15-25% perché se non c'è nemmeno questo veramente l'operazione fa fatica a stare in piedi. Il fondo immobiliare può essere uno strumento per sostenere questo tipo di interventi?*

M.S. Il fondo immobiliare è uno strumento in cui si mettono costi e ricavi, se tutto funziona a dovere chi investe è soddisfatto. Anche un'opera 'fredda', che non genera redditività, può diventare attrattiva per gli investitori grazie ai contributi pubblici.

building schools with real estate funds - in Bologna, the first initiative might finally be starting. The problem is: what type of profitability can an operation of this kind give to possible investors? Perhaps the SGR, with a broader timeframe than that of a municipal council, may have tools to proceed with an urban-planning development or a change in land use which, over a greater time frame, may lead to a profitability otherwise impossible to achieve.

But perhaps there's also the other issue: how far can profitability be reduced? Are there public investors with ethical character that can content themselves with lower profitability, perhaps on the condition of lower risks?

M.S. We bring an experience of this kind, because Fondo Investimenti per l'Abitare, which we manage, active in social housing, is an 'ethical' fund, since investors, particularly private ones, that

have invested in the fund have settled for a profitability lower than that expected from market-rate real estate development investments. FIA has a performance objective of 2 percentage points better than inflation, which is obviously very little. The target was low above all in comparison with the decidedly higher rates in force when the real estate fund was created: in making investments, we always took a safety margin of 1 percentage point over what the fund demanded. Considering 2% inflation, we aimed for 5%: now this profitability has become without challenge 4%, at least for the short term, considering the current inflation trend. That initiative, created at the government's impetus, involved some of the largest Italian investors on the basis of principles of corporate social responsibility. Operations of this kind need private sponsorships among patient,

Cosa diversa è dire che il fondo immobiliare è investito da un 'soggetto pubblico'.

Cassa Depositi e Prestiti è un soggetto che appartiene al MEF ma gestisce risorse private, prevalentemente quelle del risparmio postale. Abbiamo una responsabilità istituzionale, gestendo quelle risorse sulla base di una norma, ma si tratta comunque di risorse private. Evidentemente avendo questa responsabilità non abbiamo gli obiettivi di rendimento dei grandi investitori internazionali, soprattutto quelli più aggressivi e più speculativi, ci accontentiamo di una redditività più bassa ma quella la dobbiamo portare a casa.

È un modo di essere 'etici' per ragioni istituzionali, e sappiamo che il fondo dipende dal suo contenuto: non è pensabile immaginare che gli investitori privati si accontentino di queste marginalità.

E.A. *Patrimonio da onere a risorsa, cioè il patrimonio pubblico è una grande parte del nostro patrimonio immobiliare. Rappresenta la più profonda e inalienabile identità culturale del Paese. Fino ad oggi è stato visto come un enorme onere di mantenimento a carico dello Stato e degli Enti territoriali. Come può diventare una risorsa da inserire nel circuito di ammodernamento del Paese? Forse sono domande anche banali, però in realtà fino ad oggi si è sempre parlato del patrimonio pubblico come un problema di manutenzione ecc. In realtà qualsiasi bilancio di un'azienda nella prima voce del proprio stato patrimoniale c'è proprio il patrimonio immobiliare.*

M.S. Il patrimonio pubblico va distinto in due grandi ambiti: quello indisponibile, strumentale agli usi governativi o degli enti ecc., e poi quello che si può definire 'disponibile'. Quello disponibile, non più del 5% del totale, è normalmente in condizioni

long-term investors, or a public impetus. The fund dedicated to schools, for example, might benefit from contributions that help 'heat up' the operation's performance. If all these components are in place, then yes, it's possible.

E.A. *There's also INAIL, but the schools fund should have been financed for an initial tranche of € 38 million by the state as co-financing contribution. To date, the state has yet to say whether it will continue to make a contribution, because the real problem is that until now local bodies have had schools free of charge, because the State was paying. Clearly, this is no longer possible. But the State is still willing to chip in at least 15-25%, because if not even that is in place, the operation truly has a hard time staying on its feet. Can the real estate fund be a tool to support interventions of this kind?*

M.S. Real estate funds are a tool in

which costs and earnings are placed; if everything works as it should, whoever invests is satisfied. Even a 'cold' work, which generates no profitability, can become attractive to investors thanks to public contributions.

It is a different thing to say that the real estate fund is invested by a 'public subject'.

Although Cassa Depositi e Prestiti is an outfit that belongs to the Ministry of Economy and Finance, it manages private resources, chiefly those of postal savings. We have an institutional responsibility in managing those resources on the basis of a regulation, but these are still private resources. Clearly, in having this responsibility, we do not have the performance objectives of major international investors, especially the most aggressive and speculative ones; we settle for a profitability that is lower, but the one we have to bring home.

molto critiche e non assorbe risorse per le manutenzioni, anzi versa in stato di sostanziale abbandono.

Spesso questi immobili – ad esempio le famose caserme – costituiscono un'opportunità se trattate ai giusti valori, trovandosi spesso in luoghi interessanti delle città. Questi immobili una volta resi disponibili possono essere un motore di sviluppo, per rigenerare territorio a servizio di iniziative pubbliche o private. Il vincolo più tenace alla valorizzazione? È il meccanismo abnorme per ottenere le nuove destinazioni d'uso e tutte le autorizzazioni susseguenti, che ha tempi e modalità non compatibili con le aspettative di un investitore privato.

E.A. Questo è il tema vero, il tema che coinvolge la politica, perché non c'è una vera semplificazione degli strumenti urbanistici.

M.S. Quella semplificazione deve attenersi non soltanto agli immobili pubblici ma anche a quelli privati. Sarebbero necessarie iniziative per aiutare gli operatori ad alimentare il mercato, non solo per aiutare lo Stato a vendere.

E.A. Faceva un accenno importantissimo al fatto che il patrimonio disponibile è una percentuale piccola. Poi c'è il patrimonio strumentale. Nel sistema del direzionale privato oggi abbiamo standard di progetto e d'uso per gli uffici di circa 12-14 mq a persona. Lo Stato ha standard da 70 mq a persona. Se quello è lo standard d'uso del 95% dello stock c'è un'enorme potenzialità di efficientamento del modello d'uso dei beni strumentali dello Stato.

M.S. Certo, è così. Però bisogna anche interrogarsi se il territorio e il mercato siano disponibili ad assorbire centinaia di migliaia se non milioni di mq. Collapserebbe anche il sistema insediativo nel suo insieme, perché esiste un pezzo di città che cammina che

It is a way of being 'ethical' for institutional reasons, and we know the fund depends on its content: it is not thinkable to imagine that private investors will settle for these margins.

E.A. *Assets from a burden to a resource: that is, public assets are a great part of our real estate assets. They represent the country's deepest and most inalienable cultural identity. To date, they have been seen as an enormous maintenance burden borne by the State and the local bodies. How can they become a resource to be inserted into the country's modernization circuit? These might be banal questions, but in fact, to date, we have always spoken of public assets as a maintenance problem and so on. In truth, in any corporate financial statements, the first item in the asset and liability statement is in fact real estate assets.*

M.S. Public assets are to be distinguished

into two large groups: unavailable assets instrumental for uses by governments or bodies etc., and those that may be defined as 'available.' Available assets, no more than 5% of the total, are normally in highly critical condition, and do not absorb resources for maintenance; in fact, they are in a state of substantial abandonment.

Often, these properties – barracks, for a prominent example – are an opportunity if treated with the right values, and are often located in interesting places in cities. Once made available, these properties may be an engine of development, to regenerate the territory at the service of public or private initiatives.

The most tenacious constraint on capitalizing on them? It is the abnormal mechanism for obtaining new uses, and all the subsequent authorizations, which requires times and procedures incompatible with a private investor's expectations.

lavora facendo a sua volta lavorare tutto il tessuto sociale economico nei dintorni. Questi sono fenomeni che le città metabolizzano con grande lentezza. Quindi è condivisibile l'efficientamento attraverso un programma di razionalizzazione, perché molti immobili utilizzati dallo Stato sono in affitto da privati, ma in ogni caso, che lo Stato prenda in affitto degli immobili, se il contratto di locazione è di mercato e fatto per bene, è del tutto normale.

E.A. *Nuove offerte per vecchia domanda. Le società di gestione del risparmio sono una realtà relativamente recente nel nostro Paese. Si stanno affermando in questi ultimissimi anni come una realtà produttiva in grado di svolgere un ruolo trainante nel rilancio del settore degli investimenti immobiliari. Come si sta modificando il comparto della domanda a fronte di questa nuova offerta di servizi? In particolare perché il settore della domanda pubblica appare ancora così riluttante a sperimentare nuovi strumenti? E' un fatto ancora ideologico o solo un problema di arretratezza culturale, per cui appare ancora riluttante?*

M.S. In realtà alcuni dei primi fondi immobiliari sono stati creati con apporto pubblico, addirittura c'è una norma specifica che regola queste attività. In fondo il pubblico è arrivato forse prima del privato nell'utilizzo dello strumento dei fondi immobiliari: il fondo più grande del Paese, almeno alla sua istituzione, si chiama FIP, Fondo Immobili Pubblici. Però, ripeto, non è lo strumento di per sé che fa attrazione di investitori, è quello che c'è dentro che attrae i capitali.

E.A. *Il tema semmai è quello degli Enti locali.*

M.S. Sa quale è il vero beneficio che i fondi immobiliari hanno

E.A. *This is the real issue, the issue that involves politics, because there is no real simplification of urban planning instruments.*

M.S. That simplification must respect not only public properties, but private ones, too. Initiatives would be needed to help operators feed the market, and not just to help the State make sales.

E.A. *You were making a very important allusion to the fact that the available assets are a small percentage. Then there are the instrumental assets. In the private executive system, we have project and use standards for offices of about 12-14 m² per person. The State has a standard of 70 m² per person. If that is the use standard of 95% of the stock, there is an enormous potential for raising the efficiency of the model for using the State's capital goods.*

M.S. Of course, that is the case. But

we have to ask ourselves whether the territory and the market are willing to absorb hundreds of thousands, if not millions, of square metres. It would also collapse the settlement system as a whole, because there's a piece of city that is moving forward, that is working while in turn making the entire social and economic fabric in the surrounding areas work. These are phenomena that cities metabolize very slowly. So efficiency raising may be shared through a streamlining programme, because many properties used by the State are rented from private parties, but in any case, it is entirely normal for the State to rent properties if the leasing contract is at market rates and done well.

E.A. *New supply for old demand. Savings management companies are relatively recent newcomers in our country.*

portato al sistema immobiliare italiano? La trasparenza, perché noi siamo soggetti a norme che ci impongono professionalità e trasparenza in quello che facciamo e quindi le ribaltiamo sul mondo esterno.

Ora i fondi italiani hanno ormai 40 miliardi di immobili in gestione, e quando vanno sul mercato le regole del gioco sono molto più vicine a quelle internazionali che a quelle diffuse fino alla fine degli anni Novanta.

E.A. *E anche a quel punto il conferimento del patrimonio strumentale a un fondo consente di dare garanzie di trasparenza sulla gestione dello stesso patrimonio.*

M.S. Una via possibile è quella del sale and lease back (io ti vendo il mio immobile, tu mi fai un contratto di locazione e io rimango dentro come conduttore).

Anche per lo Stato queste pratiche non sono affatto negative se applicate correttamente. La gestione del patrimonio strumentale con meccanismi 'di mercato' prevede la trasparenza, obbligatoria in base alle regole previste per gli enti pubblici, applicata secondo regole di tipo privatistico non meno incidenti di quelle pubbliche.

Il Policlinico di Milano, ad esempio, volendo finanziare un investimento molto importante (il nuovo Ospedale) ha apportato ad un fondo immobiliare specializzato nel Social Housing una parte del proprio patrimonio non strumentale, ottenendo così le risorse in Co-finanziamento con CDP.

Lente è rimasto in parte titolare del proprio patrimonio, generando la cassa per i nuovi investimenti e affidando la gestione a qualcuno più efficiente nei rapporti con gli inquilini e nei rapporti con i fornitori di servizi e manutenzione.

In these latest years, they are establishing themselves as a productive outfit capable of playing a leading role in relaunching the real estate investments sector. How is the demand sector changing in the presence of this new supply of services? In particular, why does the public demand sector still appear so reluctant to try out new tools? Is this seeming reluctance still a matter of ideology, or merely a problem of cultural backwardness?

M.S. Actually, some of the first real estate funds were created with public contribution; in fact, there's a specific regulation governing these activities. Indeed, the public perhaps preceded the private sector in the use of the real estate funds instrument: the country's largest fund, at least at its founding, is called FIP, Fondo Immobili Pubblici. However, I repeat, it isn't the instrument in and of itself that attracts investors; it's what's inside that attracts capital.

E.A. *The issue if anything is that of local bodies.*

M.S. Do you know what is the real benefit that real estate funds have brought to the Italian real estate system? Transparency, because we are subject to regulations that impose upon us professionalism and transparency in what we do, and we then reverse them onto the outside world. Now, Italian funds have more than € 40 billion in properties under management, and when they go onto the market the rules of the game are much closer to international ones than to those widespread up to the late 1990s.

E.A. *And at that point, too, conferring instrumental assets to a fund makes it possible to provide guarantees of transparency as to these assets' management.*

M.S. One possible road is that of sale and lease back (I sell you my property,

E.A. *Redditività sostenibile. È consapevolezza comune che le risorse private interessate ad investire nell'immobiliare del nostro paese ci sono. Ma come è possibile garantire redditività adeguata e parimenti sostenibilità sociale degli investimenti? I Vostri fondi hanno obiettivi di redditività che variano dal 3 al 7% annui oltre l'inflazione. Che siano target sostenibili e credibili appare affermazione ovvia da parte del soggetto coinvolto in prima persona nella loro promozione, come argomentarlo. Quali sono dal vostro punto di vista gli apporti richiesti al settore della pianificazione normativa e della progettazione per supportare tale sviluppo? Ne avevamo già parlato, però secondo me questo è un tema molto importante su cui si gioca la possibilità di successo di molte operazioni.*

Torno ancora alle scuole: nel momento in cui io faccio le scuole nuove l'ente locale si deve mettere nell'ottica di non averne più la proprietà ma di pagarne l'affitto, ma gli enti locali forse non sono ancora pronti ma non possono esimersi da considerare anche questa opzione. Però il tema è: finito l'orizzonte del fondo immobiliare – che ha un orizzonte temporale chiuso – se quella è una scuola comunque scuola dovrà rimanere, quindi non è che finito il fondo posso collocare l'edificio ad altri, sempre al Comune lo devo dare e se il Comune non sarà in grado di garantirmi quella redditività? Questo è il vero rischio di un fondo di questo genere o no?

M.S. Analisi perfetta che combacia con le prime osservazioni che avevo fatto sul discorso del fondo immobiliare. Il fondo immobiliare se ha un exit è perché c'è un prodotto dentro, un asset immobiliare che è appetibile per un mercato esterno.

Quindi o il mercato esterno è di nuovo lo Stato che ricompra il suo immobile, oppure occorrerà individuare un investitore disponibile a comprarsi la scuola affittata alla Provincia, al Comune, allo Stato con una certa redditività: l'investitore acquisterà

you make me a leasing contract, and I stay there as tenant).

For the State as well, these practises are not at all negative if properly applied. Management of instrumental assets with 'market' mechanisms entails transparency – obligatory based on the rules established for public bodies, applied in accordance with private-sector rules with no less impact than public ones.

Policlinico di Milano, for example, when wanting to finance a very important investment (the new Hospital), contributed to a real estate fund specializing in social housing a portion of its own non-instrumental assets, thereby obtaining the sources in cofinancing with CDP. The body remained part owner of its own assets, thus generating the cash for the new investments and entrusting operation to someone more efficient in relations with tenants and in

relations with the suppliers of maintenance and services.

E.A. *Sustainable profitability. It's common knowledge that there are private resources interested in investing in real estate in our country. But how can adequate profitability, and likewise the social sustainability of investments, be guaranteed? Your funds have profitability targets ranging from 3 to 7% per year over inflation. That these are sustainable and credible targets appears to be an obvious statement by the party personally involved in promoting them, as if to argue it. What are, from your standpoint, the contributions, required from the sector, of regulatory programming and of planning, to support this development? We've already spoken about it, but in my opinion, this is a highly important issue, in which the possibility for many operations' success is played.*

uno strumento immobiliare, il cui valore dipende più dal contratto di locazione che dal suo aspetto esteriore.

E.A. *Confrontando con altri gestori di fondi quello che si registra è la diffidenza verso il conduttore, ovvero 'sì, noi possiamo fare dei fondi per lo Stato ma se poi lo Stato fa una legge che, come già successo, abbassa il canone di affitto ex lege i fondi non sono più in equilibrio'.*

M.S. Assolutamente d'accordo. Lo Stato deve essere il miglior conduttore possibile, per pagare canoni bassi: a quel punto verranno accettati canoni anche bassi perché ci sarà un mercato di compratori fuori.

E.A. *Nel sociale. Avete un elenco di iniziative formidabili.*

M.S. Il nostro fondo FIA è nato nel 2009: ad inizio 2011 abbiamo cominciato ad investire i circa 2 miliardi di euro di cui la metà è investito da Cassa Depositi e Prestiti. Il resto è investito dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti (140 milioni) e da grandi investitori (banche, assicurazioni, enti previdenziali italiani...). Si tratta di un 'Fondo di Fondi', un veicolo che investe in Fondi gestiti da altre SGR sul territorio.

Noi in questo momento abbiamo allocato 1 miliardo e mezzo dei 2 miliardi su circa 25 Fondi che sono gestiti da una decina di SGR sul territorio. Sono questi che fanno le vere e proprie iniziative immobiliari, noi selezioniamo a partecipiamo attraverso quote dei fondi immobiliari. Il 2015 è l'ultimo anno per l'individuazione di nuove iniziative e poi ci saranno una coda di investimenti tra il 2016 e il 2017 per completare gli investimenti. Dobbiamo assorbire gli ultimi 500 milioni che sono rimasti ancora disponibili.

Let's get back to schools: when I make new schools, the local body must put itself in the perspective of no longer having ownership, but of paying rent for it; although local bodies perhaps are not yet ready for this, they cannot avoid considering this option. However, this is the issue: once the horizon of the real estate fund - which has a closed temporal horizon - is over, if that is a school, and a school it will have to remain, is it not then the case that once the fund is finished I can place the building with others? Will I always have to give to the municipality? And what if the municipality can't guarantee me that profitability? Is this not the real risk of a fund of this kind?

M.S. This is a perfect analysis that fits with the first observations I made regarding the real estate fund. If the real estate fund has an exit, it's because in it there's a product, a real estate asset that

is tempting for an external market.

So either the outside market is again the State buying back its property, or it will be necessary to identify an investor willing to buy the school rented to the Province, the Municipality, or the State, with a certain profitability: the investor will purchase a real estate instrument whose value depends more on the leasing agreement than on its outside appearance.

E.A. *In comparison with other fund managers, what is encountered is suspicion of the tenant, which is to say 'yes, we can make funds for the State, but if then the State makes a law which, as has already taken place, lowers the rent ex lege, the funds are no longer in equilibrium.'*

M.S. I heartily agree. The State must be the best possible tenant in order to pay low rents: at that point, low rents will

E.A. *Polaris è uno dei soggetti che era attivo, poi è stato fuso. Però voi investite nei fondi che gestiscono.*

M.S. Esatto. Dalla fusione di tre SGR immobiliari è nato un nuovo soggetto, Investire Immobiliare, con un numero importante di fondi (in Piemonte, Lombardia, Veneto) investiti anche dalle Fondazioni. Noi 'complementiamo' quelle risorse. Siamo partiti con un 40% dell'equity, adesso invece possiamo investire fino all'80%. Quindi siamo il vero motore di queste iniziative.

E.A. *Però il prodotto è anche la redditività che può tirarsi fuori lì, ovvero finché ci sono aree pubbliche date senza onere.*

M.S. Dipende dai territori ma siamo riusciti a fare anche operazioni senza le aree a costo zero. Anzi, a costo proprio zero nessuna. Un prezzo pur minimo al mq è stato sempre pagato. Ad esempio a Milano abbiamo fatto delle operazioni quotando l'area urbanizzata intorno ai 250 euro/mq.

E.A. *In cambio di cubatura a mercato libero?*

M.S. Attualmente stiamo realizzando iniziative di Housing Sociale, ossia edilizia assimilabile a quella convenzionata per quelle famiglie che alle case popolari non possono aspirare perché 'troppo ricche' ma non ce la fanno ad accedere facilmente ad alloggi a prezzi di mercato.

Parliamo del 70% della popolazione italiana: il Comune stabilisce qual è il canone di locazione o il prezzo di vendita (se ci sono delle vendite) e stabilisce quali sono le persone che vi possono accedere: giovani coppie, famiglie monoreddito, ecc. Stiamo parlando di famiglie che hanno un reddito dai 15-20 mila euro fino ai 40-50 mila euro/anno, in difficoltà ad accedere al mercato libero sia della locazione che dell'acquisto.

also be accepted because there will be a market of buyers outside.

E.A. *In the social sphere. You have a list of formidable initiatives.*

M.S. Our FIA fund was created in 2009: in early 2011, we began to invest about € 2 billion, of which one half is invested by Cassa Depositi e Prestiti. The rest is invested by the Ministry of Infrastructure and Transport Ministero (€ 140 million) and by large investors (banks, insurance companies, Italian social security bodies...). This is a 'Fund of Funds,' a vehicle that invests in funds managed by other savings management companies (SGRs) on the territory.

At this time, we have allocated € 1.5 billion out of the € 2 billion to about 25 Funds that are managed by about ten SGRs on the territory. It is they that make the genuine real estate initiatives;

we select and take part through shares of the real estate funds. Two thousand fifteen was the last year for identifying new initiatives, and then there will be a queue of investments between 2016 and 2017 to complete the investments. We have to absorb the last € 500 million still available.

E.A. *Polaris is one of the subjects that was active, then was merged. But you invest in the funds they manage.*

M.S. Exactly. The merger of three real estate SGRs gave rise to a new player, Investire Immobiliare, with a major number of funds (in Piedmont, Lombardy, and Veneto) invested also by Foundations. We 'complement' those resources. We started out with 40% of the equity; now we can invest up to 80%. We are thus the real engine for these initiatives.

Noi stiamo lavorando in prevalenza su affitti di lungo periodo: abbiamo assistito in questi 4 anni a una mutazione incredibile del mercato, in passato si pensava soltanto alle vendite. Al contrario ora c'è una grande richiesta di affitto: la crisi finanziaria ha fortemente condizionato il mercato privato dell'acquisto. Siamo diventati un po' europei anche in questo, per necessità questa volta.

E.A. *La grande crisi delle cooperative di abitazione è stata anche questa, perché fino ad ora le cooperative di abitazione nel nostro Paese hanno giocato il ruolo degli immobiliari, gestendo cioè l'organizzazione della domanda di chi acquistava. Le vere cooperative di abitazione sono cooperative che realizzano e affittano, questa è una mutazione genetica che le cooperative di abitazione ancora non hanno maturato, trovandosi in una situazione di profonda crisi.*

M.S. Noi siamo stati in alcuni casi supporto alle cooperative, abbiamo fatto buone operazioni perché abbiamo rilevato una parte delle loro iniziative sul territorio, e ora ci sono famiglie che le abitano che è la cosa più importante.

Tornando al tema della redditività del Social Housing, abbiamo iniziato adesso un programma di investimento che riguarda immobili provenienti da situazioni problematiche bancarie, ormai risolte. Andiamo a fare il Social Housing recuperando immobili a volte già costruiti, a volte in costruzione, mettendo a disposizione del nostro sistema immobili di qualità nati per il libero mercato e convertiti in chiave Social Housing.

E.A. *Questa è un'iniziativa meritoria. Se mi posso permettere case costruite fino a 8-10 anni fa non hanno nulla a che fare con le case di nuove generazioni in quanto a efficienza energetica. Il che significa che quel patrimonio non è economicamente competitivo con il*

E.A. But the product is also the profitability that can be gotten out of it there, which is to say so long as there are public areas given at no charge.

M.S. It depends on the territories, but we've also been able to do operations without areas at no cost. In fact, none at absolutely no cost. A price, albeit a minimum one, per square metre has always been paid. For example, in Milan, we have done operations by listing the urbanized area around € 250/m².

E.A. *In exchange for volume at free market?*

M.S. Currently, we are developing social housing initiatives, which is to say construction that may be likened to subsidized housing for those families that cannot aspire to living in housing projects because they are 'too rich,' but are unable to easily access housing at market prices.

We're talking about 70% of the Italian population: the municipality establishes what the rent or the sale price (if there are sales) is, and what persons can access it: young couples, single-income families, etc. These are families with incomes from € 15-20,000 to € 40-50,000/year, with difficulties accessing the free market for both rental and purchase.

We are working chiefly on long-term rentals: these 4 years have seen an incredible mutation of the market; in the past we thought only of sales. Now, though, rentals are in great demand: the financial crisis has strongly conditioned the private purchasing market. We've become a little European in this as well – out of necessity this time.

E.A. *The great crisis of housing cooperatives was this as well, because to date housing cooperatives in our country have played the role of real estate agents,*

costruito ex novo attuale, che per un costo di costruzione inferiore ha delle prestazioni estremamente più elevate. Il problema è che c'è una fascia di mercato immobiliare invenduta ad oggi e che potenzialmente non ha più mercato e che quindi espone a un grosso rischio l'investitore.

M.S. Siamo molto attenti ai prezzi di acquisizione delle superfici al punto che stiamo contribuendo al riposizionamento dei prezzi. Poter mettere a disposizione per un'iniziativa convenzionata un immobile o un'iniziativa che magari non è finita ma che è nata per il mercato è un vantaggio che diamo all'utente finale.

Non siamo interessati a comprare crediti, noi non facciamo operazioni di salvataggio bancario. Quello che facciamo è, una volta che quel credito problematico si è risolto, interessarci dell'immobile tornato in bonis che normalmente ha un valore notevolmente inferiore a quelli ai quali pensavano i promotori.

E.A. *Generare valore aggiunto. Dal vostro osservatorio quali i casi di best practice già realizzati o concretamente in fase realizzativa e quali i vostri programmi a breve? I vostri due fondi, FIV e FIA dimostrano la necessità di specializzazione dei progetti di investimento. In particolare:*

– il fondo FIA pare stia ottenendo importanti risultati sia sul fronte della dimensione che su quello della qualità degli interventi, anche se le evidenze sono di recentissima acquisizione;

– per il fondo FIV gli immobili acquistati dallo Stato e da Enti Pubblici diversi ammontano ad oggi a 65 tra la fine del 2013 e il 2014. Le operazioni sottese hanno una evidente origine da contingenze di dismissione da parte dello Stato.

A vostro parere questi asset hanno una effettiva possibilità di essere valorizzati e reimmessi sul mercato? Alcune recenti affermazioni

which is to say managing the organization of the demand of those who were buying. True housing cooperatives are cooperatives that develop and rent; this is a genetic mutation that housing cooperatives have yet to bring to maturity, as they are in a situation of deep crisis.

M.S. In some cases, we were a support to the cooperatives; we did good operations because we took over a part of their initiatives on the territory, and now there are families that inhabit them, which is the most important thing.

Getting back to the issue of the profitability of social housing, we have now embarked on an investment programme for properties originating from problematic banking situations that are now resolved. We go and produce social housing by recovering properties at times already built, and at times under construction, while

making available to our system quality properties created for the free market and converted for social housing.

E.A. *This is a praiseworthy initiative. If I may say so, homes built up to 8-10 years are nothing like those of new generations as regards energy efficiency. This means that the asset is not economically competitive with what is currently built ex novo, which for a lower construction cost has far higher performance. The problem is that there's a real estate market segment unsold to date, which potentially no longer has a market and thus exposes the investor to major risk.*

M.S. We are so careful of prices for purchasing land that we are contributing towards repositioning prices. Being able to provide, for a subsidized initiative, a property or initiative that is perhaps unfinished but was created for the market, is an advantage we give to the final user.

da parte di interlocutori pubblici paiono mettere in discussione la fattibilità concreta degli obiettivi preposti.

M.S. FIA è stata un'esperienza positiva perché abbiamo attivato moltissimi investimenti, abbiamo messo sul territorio molte risorse.

Con il FIV, Fondo Investimenti per le Valorizzazioni, abbiamo acquisito gli immobili con lo spirito istituzionale certamente, ma non a qualunque condizione. Eseguiamo due diligence e valutazioni, e acquistiamo gli oggetti alle condizioni che noi riteniamo ragionevoli; vogliamo essere interpretati come un ponte tra 'pubblico' e 'privato'. Sui grandi asset che stiamo acquisendo il nostro compito è di fare un percorso urbanistico (di valorizzazione o di riqualificazione) con i Comuni, con cui lavoriamo bene perché siamo interpretati come soggetto istituzionale e non come un 'pericoloso speculatore'.

E.A. Cosa pensa della possibilità di conversione immobili pubblici per la residenzialità studentesca?

M.S. Il Fondo FIA finanzia anche gli studentati, assimilati a social housing. Per noi le iniziative finanziabili sono solo quelle in convenzione, ovvero quando è il comune o una università pubblica a decidere qual è il canone con cui gestire lo studentato per una componente maggioritaria dei posti letto.

CDP è presente all'interno della struttura che supporta finanziariamente la Legge 338/2000, ed è amministratore del fondo e di buona parte del percorso di quei fondi. È comunque molto complicato far convogliare le residenze per studenti universitari nei nostri fondi perché i paletti normativi lo permettono solo a certe condizioni. Certamente è più razionale rigenerare immobili pubblici esistenti per questi usi, piuttosto che metterli va-

We aren't interested in buying credits; we don't do bank bailout operations. What we do is, once that problematic credit has been resolved, is to take an interest in the property that has returned to good standing, which normally has a value considerably lower than those the promoters had thought of.

E.A. To generate added value. From your vantage point, what are the best practice cases already developed, or concretely in the development phase, and what are your short-term plans? Your two funds, FIV and FIA, demonstrate the need for specialization of investment projects. In particular:

- the FIA fund appears to be achieving major results in terms of both the size and the quality of interventions, even if evidence has been very recently acquired;
- for the FIV fund, the properties pur-

chased by the State and by other public bodies total 65 to date, between late 2013 and 2014. The supported operations have a clear origin from contingencies of removal from service by the State.

In your opinion, do these assets have an actual possibility to be developed on and reintroduced onto the market? Some recent statements by public interlocutors appear to cast into doubt the concrete feasibility of the established objectives.

M.S. FIA was a positive experience because we activated a great many investments; we put many resources on the territory.

With FIV, Fondo Investimenti per le Valorizzazioni, of course we acquired the properties with institutional spirit, but not just under any condition. We perform due diligence and assessments, and we acquire the objects under conditions we deem reasonable;

namente sul mercato nella crisi del mercato immobiliare da cui stiamo uscendo.

Abbiamo realizzato una 'vetrina' online, che si chiama www.patrimoniopubblicoitalia.it per gli immobili dello Stato, di Cassa Depositi e Prestiti, dei Fondi, di CDP Immobiliare (già Fintecna Immobiliare) sempre del Gruppo CDP: è una vetrina che molti Enti Pubblici hanno iniziato ad alimentare.

E.A. I prodotti: housing sociale ma anche sanità? Fino ad oggi si è ipotizzato che lo strumento del fondo immobiliare chiuso possa essere applicato a strutture pubbliche quali scuole, residenze sociali (forse includendo le residenze per la terza età), università e campus universitari. È ipotizzabile una applicazione dello strumento ad una tipologia di strutture di pubblica utilità particolarmente cruciali per lo sviluppo sociale del Paese come gli ospedali o più in generale le strutture per la sanità?

È pensabile che le aziende sanitarie possano essere focalizzate sulla gestione dei servizi core, mentre ad altri operatori specializzati possano essere affidati la gestione delle strutture e delle attrezzature utilizzate per erogare servizi?

Fino ad oggi questo strumento non è stato applicato all'edilizia sanitaria. Io sono convinto, che non ha senso che ogni ASL o ogni ente ospedaliero, debba essere proprietario del proprio immobile perché il core business dell'azienda e dell'ospedale è erogare servizi sanitari. Ha senso che ci possa essere invece un soggetto che di mestiere acquisisce immobili da locare alle aziende ospedaliere e ne ricavi una redditività, facendo ognuno il proprio core business? Forse un unico soggetto proprietario di più ospedali, riesce a gestire la manutenzione di un immobile che ha un fortissimo consumo energetico, un fortissimo ciclo di rinnovo ecc. a dei costi che sono

we want to be interpreted as a bridge between 'public' and 'private'. On the major assets we are acquiring, our task is to complete an urban planning path (of development or rehabilitation) with the municipalities, with which we are working well because we're interpreted as an institutional subject and not as a 'dangerous speculator'.

E.A. What do you think of the possibility of converting public properties for student housing?

M.S. The FIA fund also finances student housing, which is likened to social housing. For us, the initiatives that can be financed are only those under the agreement, which is to say when it is the municipality or a public university that decides what the fee is with which to operate the student housing for a majority portion of beds.

CDP is present within the structure that

financially supports Law no. 338/2000, and is administrator of the fund and of much of the path for those funds. It is at any rate quite complicated to bring university student housing into our funds, because the regulatory sticks permit this only under certain conditions. It is by all means more reasonable to regenerate existing public properties for these uses rather than to place them in vain on the market during the real estate market crisis we are exiting.

We have developed an online 'shop window', called www.patrimoniopubblicoitalia.it, for properties belonging to the State, Cassa Depositi e Prestiti, Funds, and CDP Immobiliare (formerly Fintecna Immobiliare), also in the CDP group: it's a showcase that many public bodies have begun to feed.

E.A. The products: social housing, but healthcare as well? To date, it has been

mediati dalla trasparenza dello strumento, in modo più efficace. Certo, questo sconvolge un po' anche gli assetti politici tradizionali. Secondo lei è una cosa ipotizzabile, futuribile?

M.S. Secondo lei, ha senso che un'amministrazione pubblica prenda in affitto un immobile da un privato?

E.A. Certamente Sì.

M.S. E allora perché non l'ospedale? Dal punto di vista tecnico se il privato ha un contratto di locazione con una durata significativa senza break options, quindi senza diritti di recesso e con un piano delle manutenzioni ben codificato, il bene diventa un prodotto immobiliare vendibile a un investitore, sarebbe solo una questione di prezzo.

Occorre però distinguere il concetto di azienda e di servizio e il concetto di immobile, ovvero la gestione del servizio e la gestione del patrimonio, come per gli alberghi; noi siamo dell'idea di separare la gestione immobiliare, in qualità di proprietari di futuri alberghi, e la gestione dell'attività recettiva che deve essere fatta da qualcun altro che ha quella specifica competenza.

Trasposto sugli ospedali, un conto è la locazione dell'immobile 'contenitore' un conto sono gli oneri per la gestione delle attrezzature. Allo stesso modo anche le carceri possono diventare uno strumento d'investimento.

E.A. Potenzialmente l'ospedale può anche produrre reddito se ben gestito.

M.S. Quello rientrerebbe nel conto economico del soggetto che gestisce l'ospedale, non avrebbe riflessi sulla parte immobiliare. Spesso quando si comincia a parlare di canone di locazione associato ad un immobile si mette in crisi il bilancio del gestore,

thought that the closed real estate fund instrument could be applied to such public facilities as schools, social housing (perhaps including old-age homes), universities, and university campuses. Is it possible to imagine the instrument's application to types of public utility structure particularly crucial for the country's social development, such as hospitals or healthcare facilities more generally?

Is it thinkable that healthcare concerns can be focused on managing the core services, while other specialized operators may be entrusted with managing the facilities and the apparatus used to deliver services?

To date, this instrument has not been applied to healthcare building. I am convinced it makes no sense that every local health concern or hospital body must be the owner of its own building, because the core business of the concern and of the hospital is to deliver healthcare ser-

vices. Does it make sense that there can instead be a subject whose profession is to acquire properties to be leased to healthcare concerns, and draws profitability therefrom, making each its core business? Perhaps a single party owning a number of hospitals can manage the maintenance of a building that has a very strong energy consumption, a very strong renewal cycle and so on, at costs mediated by the transparency of the instrument, in a more efficient fashion. This by all means somewhat shakes up the traditional political arrangements. In your opinion, is this something that may be imagined as a possible future?

M.S. In your opinion, does it make sense for a public administration to rent a property from a private party?

E.A. Of course.

MS. So why not a hospital? Technically speaking, if the private party has a

perché altrimenti si sarebbe già fatto. Lo Stato deve decidere se vuole avere immobili con un affitto che incide sul conto economico, ma non assorbe patrimonio, oppure se decide di assorbire patrimonio e avere un conto economico più leggero. Sono scelte strategiche che devono essere prese nelle opportune sedi.

E.A. Per contro operazioni di project financing sull'edilizia ospedaliera ci sono, ma hanno avuto alterne vicende. Il Fondo è in qualche modo un'evoluzione del concetto del project financing.

M.S. In realtà il project financing 'parla' anche di gestione, è lì che il PF trova la sua connotazione, mentre il Fondo Immobiliare è un padrone del solo mattone...

E.A. Però il project financing parla di gestione perché è dalla marginalità della gestione che deriva il recupero dell'investimento. Il che significa che forse c'è una marginalità che viene gonfiata per poter recuperare l'investimento. Allora forse un'operazione di trasparenza come quella della gestione attraverso il fondo, potrebbe rappresentare un'evoluzione culturale da questo punto di vista: fa chiarezza e trasparenza sul mercato.

Concludendo, uno sguardo finale sulla professione del progetto. Quale è la sua visione sulla consapevolezza dei progettisti della improrogabile necessità di considerare la qualità del progetto in primo luogo come la attitudine di un organismo edilizio a soddisfare ad esigenze di funzionalità, di efficacia e di sostenibilità del bilancio fra risorse disponibili ed esigenze manifeste, naturalmente lungo l'intero ciclo di vita utile degli investimenti?

M.S. Condivido. Lavoriamo molto con i progettisti, sia per la parte urbanistica che per la parte architettonica. Noi siamo il Paese dell'estetica e della grande architettura, ma sarebbe devastante

significant duration with no break options, thus with no rights of withdrawal and with a well-coded maintenance plan, the asset becomes a real estate product that can be sold to an investor; it would only be a matter of price.

But it is necessary to distinguish the concept of business and service from the concept of the property, which is to say the management of the service and the management of the asset, such as for hotels; we have the idea of separating real estate management, as owners of future hotels, and the management of hospitality activity, which must be done by someone else with specific skills.

Transposed to hospitals, one thing is leasing the 'container' property, and another is the charges for managing the apparatus. In the same way, prisons, too, can become an investment tool.

E.A. Hospitals can potentially produce income too, if well managed.

MS. That would go on the profit and loss account of the subject managing the hospital; it would have no impact on the real estate part. Often, when we begin to speak of the leasing fee associated with a property, the operator's financial statements suffer a crisis, because otherwise it would already have been done. The State must decide whether it wants to have properties with a rental that impacts the profit and loss account but does not absorb assets, or if it decides to absorb assets and have a lighter profit and loss account. These are strategic choices that must be taken in the appropriate venues.

E.A. By way of comparison, project financing for hospital buildings do exist, but have had ups and downs. The Fund is in some way a development of the project financing concept

dare libero sfogo a chi di estetica ha un concetto tutto personale e costruisce magari immobili sulla cui qualità tecnica ci sarebbe da discutere. Alcune iniziative hanno impoverito il nostro paese, tra gli anni sessanta e i settanta (forse anche negli anni ottanta). Per esempio in Francia è stato mantenuto un rigore assoluto nel tener viva una tradizione estetica, coniugata con le nuove tecnologie, con una grande tradizione tecnica.

Tornando al Social Housing, abbiamo proposto e finanziato una selezione di tecnologie costruttive alternative che hanno un costo inferiore rispetto ai classici 1000-1100 euro/mq con cui siamo sempre abituati a confrontarci. La nostra attenzione è molto forte da questo punto di vista.

Bisognerà lavorare anche sulle tecnologie del recupero, siamo molto attenti sia in quanto proprietari di immobili da recuperare sia perché preferiamo fare Social Housing attraverso il recupero piuttosto che sui greenfield. La progettazione della rigenerazione deve fare passi avanti nel nostro Paese.

E.A. *Può avere senso un'operazione di formazione in cui voi diventate soggetti promotori; un'operazione di formazione della generazione di progettisti che sia più consapevole non solo della eco-compatibilità – ormai tutti hanno acquisito il tema – ma come un edificio debba essere portatore di valore aggiunto, cioè nel beneficio tra risorse e costi, perché non è che l'edificio eco-compatibile è un edificio che funziona di per sé.*

M.S. Le crisi espellono le inefficienze e quindi chi rimane questo ragionamento ha già cominciato a farlo. Nei nostri progetti, dal punto di vista architettonico, abbiamo a che fare con professionisti che sono sensibili alla sostenibilità complessiva degli interventi: sono molto a contatto con gli esperti del mercato.

I nostri ricavi devono essere sempre 'messi a sistema' con gli aspetti progettuali. Quando c'erano grandi margini, c'erano la possibilità di mantenersi distanti dal mercato. Adesso che margini non ce ne sono, su tutto bisogna essere efficienti, quindi anche l'estetica deve saper essere efficiente ed efficace.

M.S. Actually, project financing 'speaks' also of management; it is there that PF finds its vocation, while the real estate fund owns only the bricks...

E.A. *But project financing speaks of management because it is from the margins of management that I recover the investment. This means that perhaps there is a margin that is inflated to be able to recover the investment. Perhaps, then, a transparency operation like that of management through the fund might represent a cultural development from this standpoint: it creates clarity and transparency.*

M.S. Good point. We're working a lot with designers, both for the urban planning and for the architectural portion. We're the country of aesthetics and great architecture, but it would be devastating to give free rein to those who have an entirely personal concept

of aesthetics, and perhaps build properties whose technical quality would leave room for debate. Some initiatives impoverished our country between the 1960s and 1970s (and maybe in the 1980s, too). For example, in France, absolute rigour was maintained in keeping alive an aesthetic tradition combined with the new technologies, with a great technical tradition.

Getting back to social housing, we have proposed and financed a selection of alternative construction technologies that have a lower cost than the classic € 1,000-1,100/m² we've always been used to dealing with. Our focus is quite strong from this standpoint.

It will also be necessary to work on the new recovery technologies; we are quite careful, both as owners of properties to be recovered, and because we prefer to do social housing through recovery rather than on greenfield lands.

Designing regeneration must take steps forward in our country.

E.A. *A training operation in which you become promoters may make sense: an operation to train the generation of designers that is more aware not only of environmental compatibility - everyone is familiar with this issue by now - but of how a building must bring added value, which is to say in the benefit between resources and costs, because it is not that the environmentally compatible building is a building that functions in and of itself.*

M.S. Crises eschew inefficiencies, and therefore those who stay have already begun to reason this way. In our designs, from the architectural standpoint, we are dealing with professionals who are sensitive to the projects' overall sustainability: they are in close contact with market experts.

Our earnings must always be integrated with design aspects. When there were large margins, there was the possibility of staying far from the market. Now there are no margins; we have to be efficient in everything, and aesthetics, then, must find a way to be efficient and effective as well.