



di Claudio Cacciamani\* e Lara Maini\*\*

## Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani: il trend e le situazioni di stress<sup>1</sup>

### Abstract

*Il Monitor sulla Finanza Immobiliare, istituito da Caceis Bank Luxembourg Milan Branch e dal Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Parma, giunge alla sua quinta edizione. Si evidenzia una sorta di "fidelizzazione" di alcune fra le principali SGR immobiliari italiane. Tra i risultati, emerge un ricorso importante all'investimento immobiliare, superiore a quanto previsto dalla normativa. Per quanto riguarda gli strumenti finanziari, la scelta cade su partecipazioni, titoli di debito e quote di O.I.C.R., principalmente non quotati. Gli approfondimenti proposti attraverso questionari mettono in luce aspetti gestionali e strategici degni di nota. Nell'ultima edizione, si indagano alcuni aspetti che possono influenzare o determinare le situazioni di stress dei fondi immobiliari.*

### Premessa

Il Monitor sulla Finanza Immobiliare, promosso da Caceis Bank Luxembourg Milan Branch (ex Banque Privée Edmond de Rothschild Europe) e dal Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Parma, con la rilevazione dei dati al 30 giugno 2014, giunge alla quinta rilevazione semestrale. Lo studio semestrale (giugno e dicembre di ogni anno) degli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani è iniziato nel 2012 e raccoglie un interesse crescente da parte di SGR e operatori di mercato, i quali sostengono l'iniziativa fornendo spunti di approfondimento e discussione.

Ciascuna edizione del Monitor è realizzata affiancando a una parte "core" quantitativa, aggiornata

semestralmente, specifici focus effettuati tramite questionari qualitativi. La prima è relativa alla composizione dell'Attivo della Sezione Patrimoniale dei rendiconti di gestione relativi ai fondi immobiliari aderenti e, più in particolare, della posta "Strumenti Finanziari". Nello specifico, si concentra l'attenzione sugli investimenti diversi dagli strumenti e dai prodotti immobiliari, che possono essere presenti in misura non superiore a 1/3 del patrimonio del fondo, come dettato dall'art. 4, comma 2, del D.M. 228/1999 (Cacciamani, 2005). I focus elaborati indagano temi congiunturali, di attualità, che raccolgono le esigenze conoscitive del mercato. In particolare, al 31 dicembre di ciascun anno si conduce anche un'analisi di redditività, studiando la Sezione Reddittuale dei rendiconti. Per ciascuna edizione semestrale si somministra uno specifico questionario di indagine alle SGR partecipanti, accompagnato, in occasione della rilevazione di dicembre, dall'analisi del Passivo della Sezione Patrimoniale. Gli approfondimenti riguardano i macrotemi del finanziamento dei fondi immobiliari, i criteri di scelta delle banche depositarie e finanziatrici, le decisioni di investimento della liquidità in eccesso, la liquidazione dei fondi e i fattori che influiscono o determinano le situazioni di stress.

Attualmente si può tracciare un primo

*trend* di medio periodo relativo alla composizione dell'Attivo e degli investimenti finanziari del campione di fondi immobiliari partecipanti. Da ultimo, ma non per importanza, si segnala l'ottenimento di una serie di informazioni che non riguardano solo gli aspetti contabili e quantitativi emersi dai documenti di rendicontazione obbligatoria, ma relative anche a profili operativi e strategici, di carattere più strettamente qualitativo.

### Il campione e la metodologia di indagine

Fin dalla prima rilevazione, basata su dati pubblicati al 30 giugno 2012, il Monitor sulla Finanza Immobiliare analizza un campione di fondi immobiliari gestiti dalle SGR operanti nel settore del *real estate* italiano. Il campione ha subito variazioni quantitative e qualitative nel periodo di osservazione. Tuttavia, è possibile constatare una sorta di "fidelizzazione" di alcune importanti SGR, che forniscono il numero più elevato di documenti di rendicontazione. Il numero di SGR partecipanti va da 17 a 19, per un totale di 47-66 fondi complessivamente aderenti all'indagine, secondo il trend

### NOTE

- \* Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari Dipartimento di Economia Università degli Studi di Parma
- \*\* Assegnista di ricerca Dipartimento di Economia Università degli Studi di Parma
- 1 I paragrafi 1 e 5 sono attribuibili a Claudio Cacciamani; i paragrafi 2, 3 e 4 a Lara Maini



## Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani: il trend e le situazioni di stress

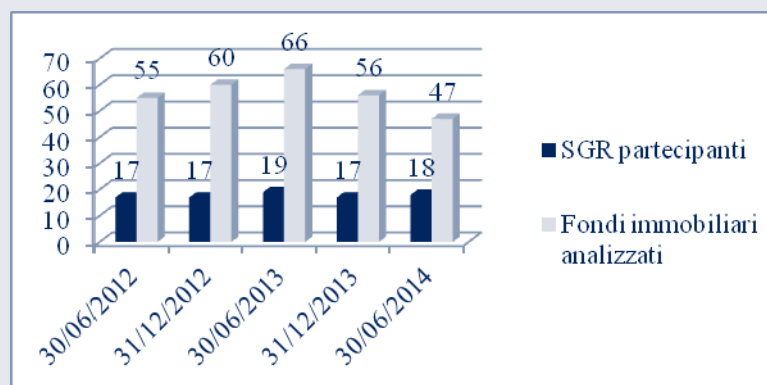


riportato nel Grafico 1. Va rilevato come, nel tempo, alcune SGR abbiano rivisto il numero di rendiconti forniti sia per motivi strategici (a causa di operazioni in corso, specie su fondi riservati), sia per ragioni “informative” (considerando la riservatezza che può caratterizzare alcune tipologie di operazioni alla base del lancio di alcuni fondi immobiliari). La rappresentatività del campione, misurata attraverso l’incidenza del totale attivo rispetto all’universo di Assogestioni, va dal 25% al 37%.

Il campione di fondi oggetto del presente studio è suddiviso in alcuni cluster utilizzati dalla letteratura e dal mercato (Dottarelli, 2006; Assogestioni, 2014; Mainetti, 2012; Cacciamani e Ielasi, 2012; Hoesli e Morri, 2010) per delineare il contesto operativo italiano. La tipologia di classificazione resta costante fin dalla prima edizione del Monitor sulla Finanza Immobiliare, come riportato precedentemente (Cacciamani e Maini, 2013). Il grafico 2 evidenzia la composizione del campione alla quinta rilevazione.

Le variazioni nelle quote di rappresentatività dei diversi cluster mostrano una maggiore, progressiva incidenza dei fondi quotati, di quelli a raccolta, retail, misti, a media scadenza, confermando il trend già rilevato nella scorsa edizione del Monitor. Le altre classi vedono ridursi la loro incidenza, come mostrano i grafici 3a, 3b, 3c, 3d, a eccezione dei fondi a lunga scadenza che, dopo un aumento della propria quota fino alla terza rilevazione, tornano al livello iniziale.

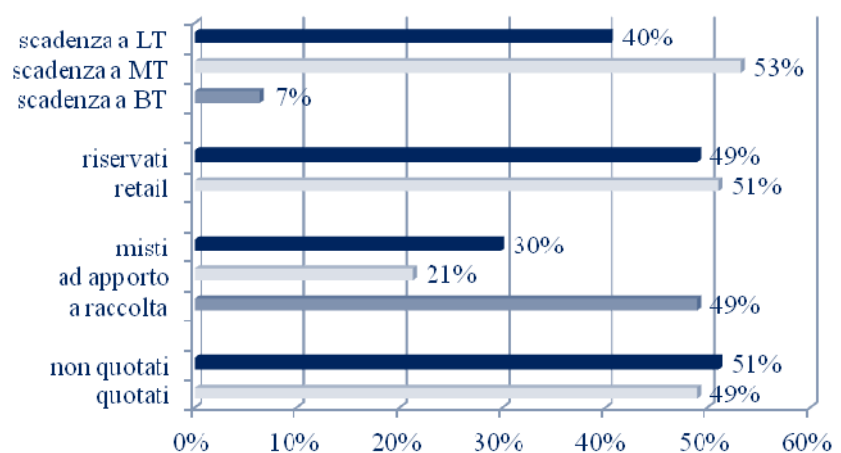
### Trend delle SGR partecipanti al Monitor sulla Finanza Immobiliare e del campione di fondi immobiliari italiani oggetto di osservazione



Fonte: elaborazione su dati fondi immobiliari del campione

Grafico 1

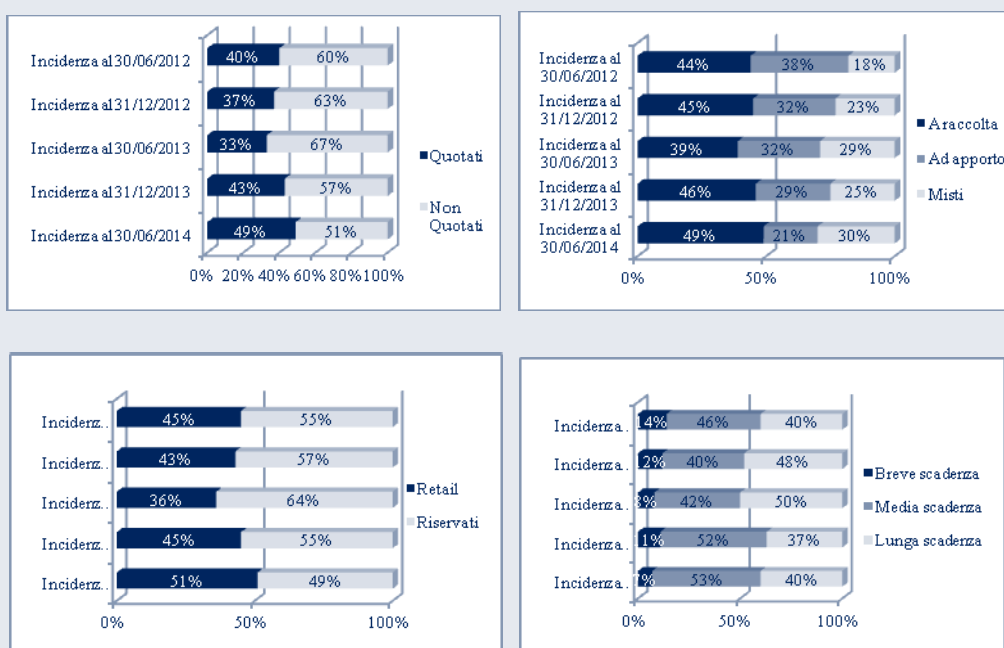
### Classificazioni e composizione dei fondi immobiliari oggetto della quinta rilevazione



Fonte: elaborazione su dati fondi immobiliari del campione

Grafico 2

**Trend della rappresentatività dei diversi cluster di fondi immobiliari nelle cinque rilevazioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare**



Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

Grafici 3a, 3b, 3c, 3d

Dal punto di vista metodologico, le classificazioni effettuate distinguono:

- fondi quotati nei mercati regolamentati italiani da fondi non quotati;
- fondi ad apporto (in cui la sottoscrizione delle quote avviene mediante conferimento di beni), da fondi a raccolta (che accettano la sottoscrizione delle quote in denaro) e fondi misti (che accettano il pagamento delle quote sia in denaro, sia attraverso il conferimento di immobili o diritti immobiliari);
- fondi *retail*, aperti anche al pubblico generico dei potenziali sottoscrittori, e riservati, destinati invece a

- investitori istituzionali e qualificati;
- fondi a breve, media e lunga scadenza (collocata, rispettivamente, entro il 30/06/2015; tra il 01/07/2015 e il 30/06/2019; oltre il 31/06/2019).<sup>2</sup>

**Risultati**

Considerando il campione complessivo, si procede a rilevare i principali risultati in termini di composizione dell'Attivo di Sezione Patrimoniale e della macrovoce Strumenti Finanziari, più in particolare, riportando alcune considerazioni sul *trend* delle prime cinque rilevazioni. Le attività del campione di fondi osservato si articolano, come illustrato di seguito e nel grafico 4 (tra parentesi, si riportano i

- valori dell'anno precedente, al 30 giugno 2013):
- immobili e diritti reali, per l'83,06% (era l'86,54%);
- strumenti finanziari, per il 10,36% (era il 7,66%);

**NOTA**

2 La tipologia di classificazione non cambia per i fondi che si trovano già all'interno del grace period, cioè che hanno beneficiato di un periodo di proroga di tre anni, concesso da Banca d'Italia, ai fini di una più ottimale liquidazione del patrimonio immobiliare. Di conseguenza, se il fondo X ha ottenuto un periodo di grazia che termina il 31/03/2016, per esempio, esso è considerato a medio termine al momento della rilevazione in data 30/06/2014.



## Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani: il trend e le situazioni di stress

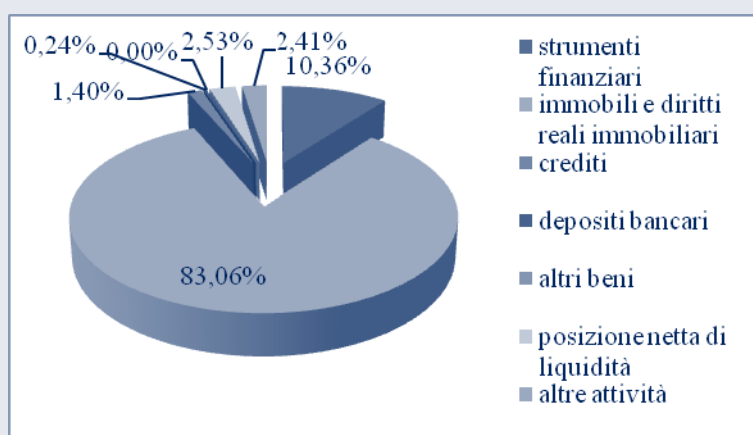


- posizione netta di liquidità, per il 2,53% (era il 2,15%);
- altre attività, per il 2,41% (era il 2,26%);
- crediti, per l'1,40% (era lo 0,99%);
- depositi bancari, per lo 0,24% (era lo 0,40%);
- altri beni, per lo 0,00% del totale, esattamente come al 30 Giugno 2013.

Tra le altre attività figurano numerose voci. Tra queste, le più importanti sono i crediti verso locatari e la voce residuale "altre". Da un anno all'altro, si riduce l'incidenza di immobili e diritti reali immobiliari di oltre tre punti percentuali, a vantaggio della quota di strumenti finanziari. Restano sostanzialmente invariate le altre poste.

Relativamente alle voci dell'Attivo, si evidenzia l'incremento che subiscono gli strumenti finanziari nelle ultime due rilevazioni. Essi passano da un'incidenza del 7-7,50% al 10-10,50%. Ciò avviene prevalentemente a discapito degli immobili e dei diritti reali immobiliari che, tuttavia, costituiscono la parte più importante dell'attivo. Inoltre, è da

**Composizione delle attività dei fondi immobiliari del campione al 30 giugno 2014**



Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione.

**Grafico 4**

sottolineare come il campione detenga una quota più elevata di quanto imposto dalla legge nel rispetto del criterio di prevalenza (i 2/3 del Totale Attivo), come richiesto dall'art. 12-bis del D.M. 228/1999 (Cacciamani, 2005). Resta stabile l'incidenza delle altre poste patrimoniali, che risultano residuali rispetto alle due sopra analizzate (tavola 1 e grafico 5).

Secondo i dati dei rendiconti al 30 Giugno 2014 (grafico 6), mediamente, la composizione degli strumenti finanziari a cui ricorrono i fondi immobiliari è data da (tra parentesi si riporta il dato dell'anno precedente, al 30 giugno 2013):

- partecipazioni non quotate, per il 55,32% (era il 51,97%), di cui:
  - 53,76% (era il 50,70%) di controllo;

**Variatione incidenza poste dell'Attivo nelle cinque rilevazioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare**

Poste Attivo	30/06/2012	31/12/2012	30/06/2013	31/12/2013	30/06/2014
Strumenti finanziari	7,33%	7,17%	7,66%	10,61%	10,36%
Immobili e diritti reali immobiliari	86,42%	86,98%	86,54%	82,60%	83,06%
Crediti	1,04%	0,91%	0,99%	1,28%	1,40%
Depositati bancari	0,42%	0,42%	0,40%	0,44%	0,24%
Altri beni	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Posizione netta di liquidità	2,51%	2,21%	2,15%	2,70%	2,53%
Altre attività	2,28%	2,31%	2,26%	2,37%	2,41%
<b>TOTALE</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

**Tavola I**

- 1,56% (era lo 1,27%) non di controllo;
- titoli di debito, per l'8,58% (era il 9,37%), di cui:
  - 4,68% (era il 4,28%) non quotati;
  - 3,90% (era il 5,09%) quotati;
- parti di O.I.C.R., per il 36,09% (era il 36,59%), di cui:
  - 35,76% (era il 34,84%) non quotato;
  - 0,33% (era l'1,75%) quotato;
- strumenti derivati per lo 0,01% (era il 2,07%);
- altri titoli di capitale, quotati e non quotati, per lo 0,00%, invariato.

Si incrementa il ricorso a partecipazioni non quotate, in particolare di controllo (quasi il 3,5% in più rispetto all'anno precedente), mentre si riducono i titoli di debito, le quote di O.I.C.R. e gli strumenti derivati (anche se nell'ordine di pochi punti percentuali).

Le partecipazioni sono spesso in società immobiliari con cui il fondo detiene rapporti a vario titolo strategici (in particolare, si segnalano partecipazioni in società legate a centri commerciali o che detengono licenze commerciali nelle gallerie di centri e parchi commerciali). Ciò permette di affermare che, nonostante la definizione più strettamente teorica di partecipazione come strumento finanziario, la parte mobiliare effettiva degli investimenti dei fondi oggetto di osservazione ammonta a poco meno del 45% della voce "Strumenti Finanziari" presente nei rendiconti. Questa riflessione potrebbe ragionevolmente collocarsi all'interno del tema, frequentemente dibattuto, riportato in Porzio e Sampagnaro (2006). Gli Autori si pongono il problema di considerare o meno gli investimenti di carattere immobiliare

### Trend incidenza poste dell'Attivo nelle cinque rilevazioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare

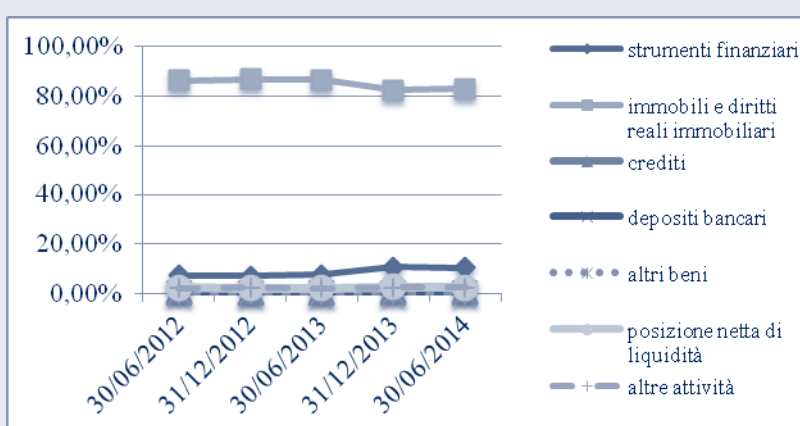


Grafico 5

### Composizione degli strumenti finanziari dei fondi immobiliari del campione al 30 giugno 2014

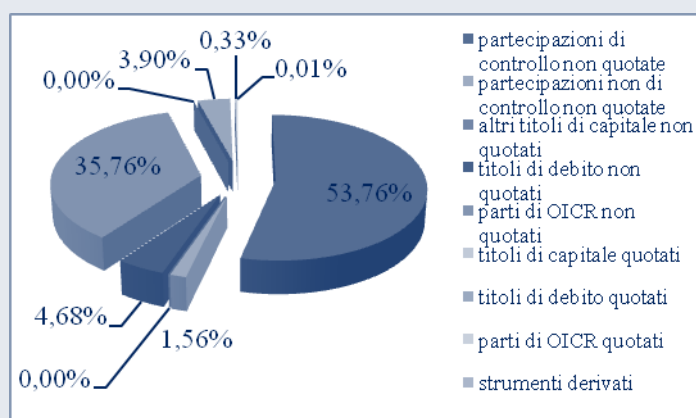


Grafico 6

come specifica *asset class* finanziaria, al pari di quello che rappresentano, per esempio, gli strumenti finanziari. Ciò è affrontato con riferimento all'efficienza di mercato (Kleiman et al, 2002), al profilo rischio/rendimento (tra gli altri, Lizieri e Ward, 2000). Di conseguenza, sarebbe opportuna anche una

riflessione sul più opportuno collocamento, in termini di investimenti e di *asset class*, anche delle partecipazioni immobiliari.

I titoli di debito non quotati rappresentano, generalmente, obbligazioni di società non quotate, italiane o europee, mentre i titoli di



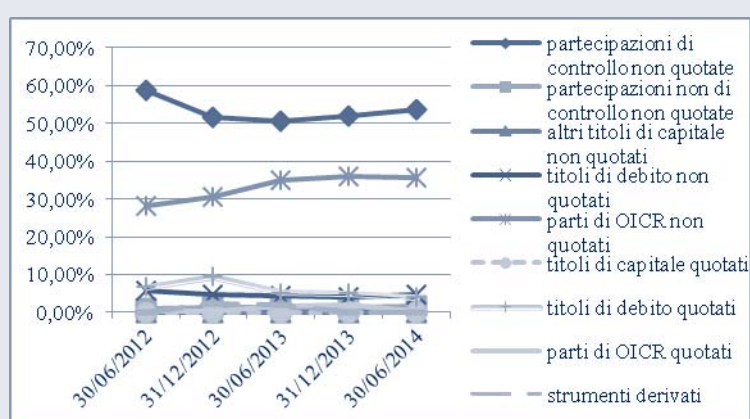
## Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani: il trend e le situazioni di stress



debito quotati sono quasi totalmente titoli di Stato italiani (CTZ, BTP, BOT). Utilizzando dati medi, è quasi del tutto nullo il ricorso a strumenti derivati. I fondi compresi nel campione li utilizzano esclusivamente a scopo di copertura del rischio di tasso legato a finanziamenti in essere o a contratti di leasing che finanziano l'acquisto di immobili. Si tratta di *swap*, opzioni *put e call*, *cap*, *interest rate swap plain vanilla*. Si rileva l'esistenza di strumenti derivati aventi come sottostanti alcuni immobili presenti nel portafoglio, volti a coprire il rischio di eventuali riduzioni del valore di mercato di detti immobili, riscontrabili nel lungo periodo.

Per quanto riguarda il *trend* degli ultimi due anni e mezzo (Tavola 2 e Grafico 7), si evidenzia una riduzione e un successivo aumento, anche se non a livelli del giugno 2012, delle partecipazioni di controllo in società non quotate. Al contrario, il *trend* è in aumento per le parti di OICR non quotati, mentre appare in riduzione lieve quello dei titoli di debito quotati. Per le altre classi, non si rilevano variazioni

**Trend incidenza diversi strumenti finanziari nelle cinque rilevazioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare**



Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

**Grafico 7**

significative.

I fondi immobiliari oggetto del campione prediligono investimenti finanziari non quotati. Ciò avviene a discapito di una maggiore esposizione verso rischi di controparte, legati alla solvibilità e alla trasparenza delle controparti con cui si pongono in essere le transazioni, e rischi di liquidità, connessi alla possibilità che

uno strumento non possa essere smobilizzato rapidamente e a un prezzo appropriato a causa dell'assenza di un mercato regolamentato e liquido. Il ricorso a titoli di debito e quote di O.I.C.R. quotati si incrementa da un anno all'altro di oltre 5 punti percentuali (grafico 8). Più precisamente, i fondi del campione presentano:

**Variazione incidenza strumenti finanziari nelle cinque rilevazioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare**

Strumenti Finanziari	30/06/2012	31/12/2012	30/06/2013	31/12/2013	30/06/2014
Partecipazioni di controllo non quotate	58,71%	51,78%	50,70%	51,97%	53,76%
Partecipazioni non di controllo non quotate	0,87%	1,38%	1,27%	1,20%	1,56%
Altri titoli di capitale non quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Titoli di debito non quotati	5,57%	4,57%	4,28%	3,92%	4,68%
Parti di OICR non quotati	28,00%	30,54%	34,84%	36,13%	35,76%
Titoli di capitale quotati	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Titoli di debito quotati	6,61%	9,35%	5,09%	4,90%	3,90%
Parti di OICR quotati	0,24%	0,16%	1,75%	1,88%	0,33%
Strumenti derivati	0,00%	2,22%	2,08%	0,00%	0,01%
<b>TOTALE</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,01%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

**Tavola 2**

- titoli di debito e quote di O.I.C.R. non quotati per il 90,52% (era l'85,11%);
- titoli di debito e quote di O.I.C.R. quotati per il 9,48% (era il 14,89%).

Infine, tutte le partecipazioni sono in società non quotate.

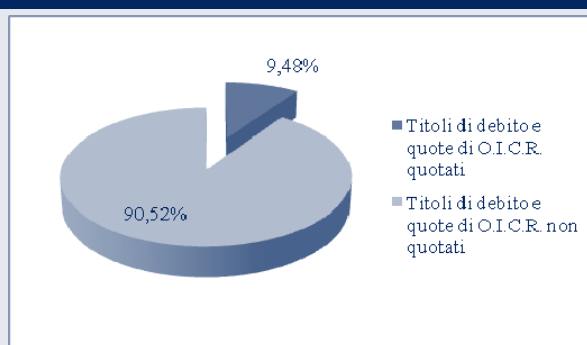
Dal punto di vista del *trend*, emerge un aumento dei titoli di debito e di quote di O.I.C.R. quotati fino al 30 giugno 2013, per poi scendere fino al 30 giugno 2014, quando la percentuale si assesta intorno ai livelli di fine 2012 (tavola 3 e grafico 9). Complessivamente, dalla prima alla quinta rilevazione, il trend è in aumento, anche se di pochissimi punti percentuali. L'andamento è opposto nel caso di titoli di debito e quote di O.I.C.R. non quotati.

Per quanto riguarda i singoli *cluster*, quanto rilevato non si discosta significativamente dai risultati delle precedenti edizioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare.

Relativamente a fondi quotati e non quotati, la composizione delle attività rispecchia, approssimativamente, la media del campione. I primi detengono più immobili e meno strumenti finanziari. La situazione è contraria per quanto riguarda i secondi. Dal punto di vista della diversificazione degli investimenti, quelli quotati presentano una maggiore eterogeneità, a beneficio di una migliore strategia di riduzione del rischio complessivo.

Tra i fondi ad apporto, a raccolta e misti, i secondi rispecchiano più da vicino la media del campione, mentre i fondi ad apporto vantano una quota più elevata della media di immobili e affini. Quelli misti presentano la percentuale più elevata della parte strettamente finanziaria, con una quota di immobili più limitata rispetto agli altri due *cluster*, ma anche rispetto alla media del

### Quote strumenti finanziari quotati e non nei fondi immobiliari del campione al 30 giugno 2014



Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

Grafico 8

campione. La percentuale di partecipazioni, investimento finanziario

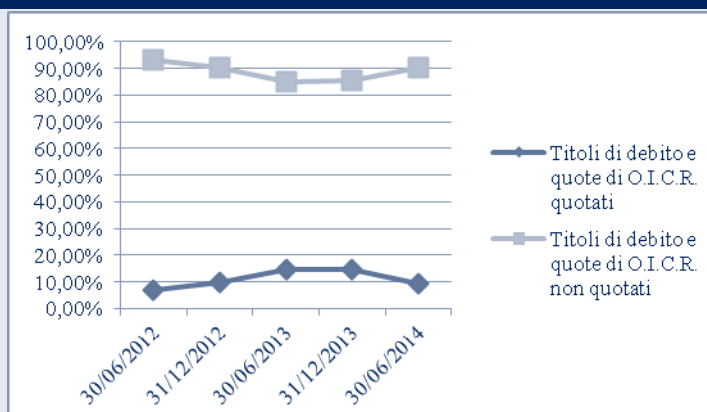
### Variazione incidenza titoli di debito e quote di O.I.C.R. quotati e non quotati nelle cinque rilevazioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare

Strumenti finanziari	30/06/2012	31/12/2012	30/06/2013	31/12/2013	30/06/2014
Titoli di debito e quote di O.I.C.R. quotati	6,85%	9,73%	14,89%	14,48%	9,48%
Titoli di debito e quote di O.I.C.R. non quotati	93,15%	90,27%	85,11%	85,52%	90,52%
<b>Totale</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

Tavola 3

### Trend incidenza titoli di debito e quote di O.I.C.R. quotati e non quotati nelle cinque rilevazioni del Monitor sulla Finanza Immobiliare



Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

Grafico 9



## Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani: il trend e le situazioni di stress



Con riferimento al campione osservato, questa cresce passando dai fondi ad apporto a quelli a raccolta e, infine, a quelli misti. In tutti i casi, si tratta quasi esclusivamente di partecipazioni di controllo, rispecchiando la composizione del campione totale. A seguire, si rileva una percentuale significativa di quote di O.I.C.R. non quotati, molto importante soprattutto per i fondi ad apporto e superiore, in primo luogo, a quella dei fondi a raccolta e, secondariamente, a quelli misti. La composizione più eterogenea di strumenti finanziari è propria dei fondi a raccolta, seguiti da quelli misti e, infine, ad apporto. Solo i fondi a raccolta presentano anche titoli di debito, quotati e non quotati.

Tra i fondi *retail* e riservati, i primi rispecchiano più fedelmente la composizione media del campione complessivo, con una percentuale di investimenti finanziari leggermente inferiore rispetto al *benchmark* e di immobili leggermente superiore. Inoltre, gli stessi mostrano una composizione più eterogenea (più vicina alla composizione del campione totale), con quote di partecipazioni, principalmente di controllo, quote di O.I.C.R. non quotati e titoli di debito, sia quotati che non (i primi mostrano una percentuale meno significativa), quote di O.I.C.R. quotate e partecipazioni non di controllo non quotate. Per i fondi riservati, si evidenziano principalmente partecipazioni e quote di O.I.C.R. non quotati.

I fondi a medio termine sono i più rappresentativi della media relativa al totale del campione, con una quota di immobili e strumenti finanziari molto

vicina a quanto rilevato per la media dei 47 fondi analizzati. La parte immobiliare è più significativa della media nei fondi a breve scadenza rispetto al campione nel suo complesso. La percentuale di investimenti finanziari si riduce notevolmente per i fondi a breve termine e si amplia per quelli con scadenza a lungo termine, con speculare movimentazione della parte più strettamente immobiliare dell'attivo. I fondi a medio e lungo termine mostrano una percentuale di partecipazioni più vicina alla media del campione totale rispetto a quelli a breve termine, che concentrano in questa classe tutti i loro investimenti in strumenti finanziari. Da sottolineare come questo risultato non sia mai stato rilevato nelle edizioni precedenti e sia contrario alla tendenza registrata nel precedente semestre. Per importanza, seguono, anche in questo caso, parti di O.I.C.R. non quotati, più significative nel caso dei fondi a medio termine. Questi mostrano anche un investimento di circa il 7% in titoli di debito quotati e sempre del 7% circa in titoli di debito non quotati. Per quelli a lungo termine, si rilevano investimenti residuali in partecipazioni non di controllo non quotate, titoli di debito non quotati e parti di O.I.C.R. quotati.

### La situazione di stress dei fondi immobiliari

Come riportato precedentemente, la quinta edizione del Monitor sulla Finanza Immobiliare si pone l'obiettivo di indagare un ulteriore tema di attualità, rispetto a quelli già trattati precedentemente. In particolare, attraverso dieci domande, si intendono approfondire i possibili elementi che conducono i fondi immobiliari a situazioni di *stress*; la tipologia di incidenza rivestita da alcuni di essi,

considerata la congiuntura negativa dell'economia, in generale, e del mercato immobiliare, in particolare; la tendenza a richiedere la proroga rispetto alla scadenza.

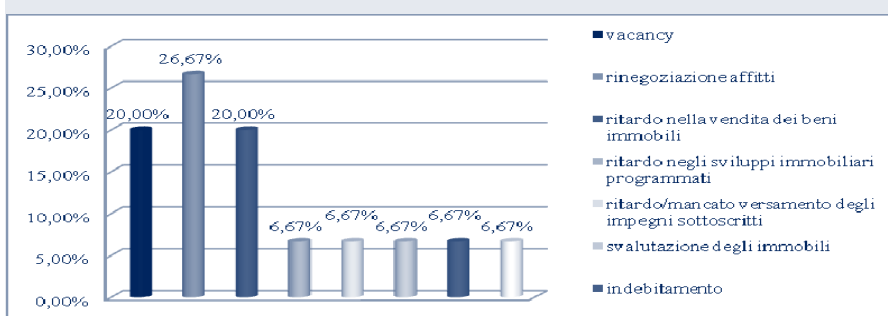
Inizialmente, emerge come le cause alla base di situazioni di *stress* per i fondi immobiliari del campione siano prevalentemente riconducibili alla rinegoziazione degli affitti (per il 26,67% degli intervistati), a situazioni di sfitto (*vacancy*)<sup>3</sup> e ritardi nella vendita dei beni immobili (20% delle risposte per ciascuna opzione). Quest'ultimo caso è coerente con la più generale tendenza a prolungare il periodo di attività del fondo immobiliare, chiedendo la concessione del "periodo di grazia" a Banca d'Italia. Lo scopo rimane quello di non liquidare immobili a condizioni sfavorevoli, pena situazioni di *stress* e di tensione finanziaria generalizzata. Le altre opzioni di risposta sono scelte nel 6,67% dei casi ciascuna, con riferimento, probabilmente, più specifico a singole situazioni e progetti immobiliari: ritardo negli sviluppi immobiliari programmati, dilazione o mancato versamento degli impegni sottoscritti, svalutazione degli immobili, indebitamento, o altre cause che, tuttavia, non sono ulteriormente indicate (Grafico 10).

Il 40% dei rispondenti vede sviluppate nei fondi *core*<sup>4</sup> più frequenti situazioni di *stress*, probabilmente legate a morosità nel pagamento di redditi periodici; un ulteriore 40% individua tali situazioni nei fondi a sviluppo, per i quali la realizzazione e la valorizzazione del progetto immobiliare avviene in futuro, con incertezze allo stato attuale. Ciò può essere dovuto a difficoltà nel realizzare l'iniziativa nei tempi e secondo i *budget* pianificati. Infine, il 20% indica situazioni di *stress* nei fondi speculativi (caratterizzati principalmente da

#### NOTA

3 In merito al *vacancy rate* e al rischio di *vacancy*, si veda, tra gli altri, Mattarocci (2010).

### Cause determinanti situazioni di stress dei fondi immobiliari



Fonte: elaborazione su dati rendiconti fondi immobiliari del campione

Grafico 10

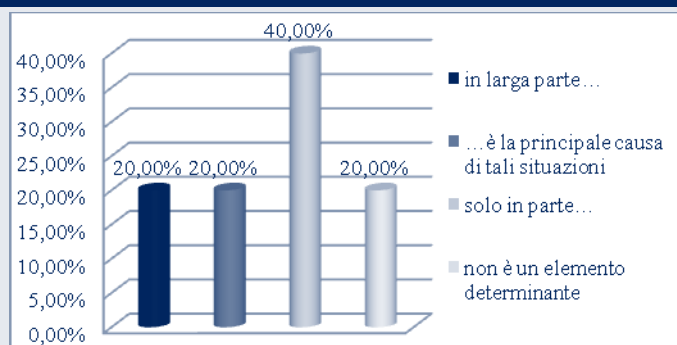
un'assenza dei limiti di indebitamento), intrinsecamente più "problematici" dal punto di vista delle situazioni di tensione.

Passando ai fattori che possono condurre o influenzare eventuali situazioni di *stress* dei fondi immobiliari<sup>5</sup>, nella maggior parte dei casi, il 66,67% dei rispondenti, la svalutazione degli asset in portafoglio non sembra rientrare tra questi. Un'influenza è riconosciuta solo da circa il 33,33% degli stessi, che la inquadrano come un elemento significativamente influenzante (16,67%) o parzialmente

rilevante (16,67%).

La platea dei rispondenti appare piuttosto eterogenea in merito all'incidenza del livello di indebitamento su eventuali situazioni di *stress* dei fondi immobiliari. Un 20% degli stessi esclude che esso possa costituire un elemento determinante, mentre il restante 80% si presenta comunque diviso. Per il 40%, l'incidenza è parziale, o meglio è concomitante con altre circostanze. Probabilmente, si pensa che, autonomamente, ciò non possa condurre a tensioni di vario genere. Un ulteriore 20% lo inquadra come

### Incidenza del livello di indebitamento del fondo sulla situazione di stress dei fondi immobiliari



Fonte: elaborazione su dati dichiarati dai fondi immobiliari del campione

Grafico 11

determinante, insieme alla svalutazione degli asset, mentre il residuo 20% la identifica come largamente significativa a causa delle difficoltà finanziarie e di liquidità legate al rimborso del debito (Grafico 11). Nel complesso, è comunque possibile affermare che il livello di indebitamento viene riconosciuto come elemento che impatta, influenza o conduce a *stress* dei fondi immobiliari, seppure in varia misura.

In merito ai fenomeni di *credit crunch* e razionamento del credito non solo per il settore immobiliare, ma per l'economia più in generale, il 60% dei rispondenti afferma che la situazione di *stress* dei fondi è influenzata solo in parte dalla difficoltà di ottenere nuovi finanziamenti bancari, mentre il residuo 40% non la ritiene un elemento determinante. In modo coerente,

#### NOTE

4 I fondi *core* sono caratterizzati da elevata liquidità, ridotto utilizzo della leva finanziaria e sono generalmente collocati in aree di pregio dei Paesi sviluppati. Si tratta di investimenti mantenuti per lunghi periodi di tempo, in modo da sfruttare al massimo i flussi di cassa che possono produrre. Il profitto proviene principalmente da redditi periodici e non da *capital gain*. Si contrappongono, in relazione a quest'ultimo aspetto, ai fondi *value-added*.

5 A tal proposito, si ricorda che i fondi immobiliari sono soggetti a precisi limiti di indebitamento. In particolare, la leva finanziaria massima ammessa per i fondi non speculativi è pari al 60% del rapporto tra debiti e valore corrente delle attività immobiliari, intendendo per tali immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (Banca d'Italia, 2005). In merito, si veda, tra gli altri, Biasin (2010), Giannotti e Mattarocci (2012a e 2012b).



## Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani: il trend e le situazioni di stress



l'eventuale possibilità di rinegoziare il debito già precedentemente ottenuto influenza in modo parziale situazioni di *stress* dei fondi immobiliari (per il 60% dei rispondenti). Diversamente, l'ulteriore 40% non riconosce questo elemento come determinante.

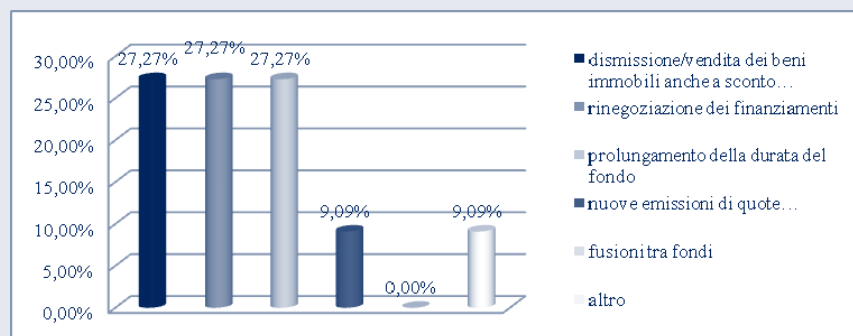
In merito alle azioni intraprese dalle SGR, diverse dalla liquidazione, per fronteggiare le eventuali situazioni di *stress* dei fondi gestiti, si rileva un'ampia eterogeneità di risposta. Ciò dipende probabilmente dalle specifiche caratteristiche dei fondi in questione, dal loro ciclo di vita, da eventuali difficoltà sorte precedentemente e altro. I rispondenti segnalano come possibili azioni per fronteggiare situazioni di *stress* la dismissione o la vendita dei beni immobili, anche a sconto rispetto ai valori di portafoglio (27,27%), la rinegoziazione dei finanziamenti (27,27%), il prolungamento della durata del fondo (27,27%), le nuove emissioni di quote (9,09%) e altro (9,09%), senza specifiche e ulteriori indicazioni (grafico 12). Le possibili soluzioni sono quindi da ricondurre a profili:

- **gestionali**, in particolare per le dismissioni/vendite e per il prolungamento della durata;
- **finanziari**, per quanto riguarda la rinegoziazione del debito e la nuova emissione di quote.

Non sembra interessare l'ipotesi di un'operazione "straordinaria" quale quella della fusione tra fondi, forse per mantenere autonomia a livello gestionale e coerenza con gli obiettivi iniziali.

I rispondenti dichiarano che i partecipanti ai fondi interessati da situazioni di *stress* sono compresi tra 1 e 5, nel 66,67% dei casi; tra 6 e 10 nel 16,67% dei casi e oltre 25 nel restante

**Azioni intraprese dalla SGR, diverse dalla liquidazione, per fronteggiare le situazioni di stress dei fondi immobiliari**



**Grafico 12**

16,67%. Ciò induce a ritenere che, limitatamente al campione intervistato e rispondente, i fondi che si trovano in situazioni di *stress* sono, probabilmente, riservati a investitori istituzionali detentori di elevate percentuali di quote. Ne deriva che i fondi *retail* potrebbero essere solo parzialmente investiti da situazioni di *stress* e tensione, non pregiudicando l'investimento di numerosi "piccoli" partecipanti.

Si rileva un 66,67% che dichiara come il fondo o i fondi in situazioni di *stress* abbiano scelto la strada della liquidazione volontaria, antecedente alla propria naturale scadenza, mentre un 33,33% sceglie di liquidare, ma solo al raggiungimento del termine della vita del fondo. Non si dichiara il ricorso alla procedura di liquidazione coatta amministrativa. Nel caso della liquidazione volontaria, avvenuta prima della scadenza del fondo, il 50% delle rispondenti afferma che la procedura interessa un solo fondo, mentre il restante 50% cita due fondi. La soluzione sopra indicata è proposta dall'assemblea dei partecipanti o da SGR e assemblee di fondi congiuntamente. Nel caso della

liquidazione volontaria avvenuta alla naturale scadenza del fondo, la totalità delle SGR rispondenti asserisce che la procedura interessa 2/3 fondi, senza specificare nulla circa il soggetto o i soggetti che l'hanno proposta. Nessuna delle SGR rispondenti vede una procedura di liquidazione volontaria trasformarsi in liquidazione coatta amministrativa. Di conseguenza, sembra che le SGR preferiscano adottare misure meno drastiche e più "fisiologiche" rispetto alle procedure concorsuali, probabilmente anche grazie a un attento e costante monitoraggio della situazione di gestione e finanziaria.

### Conclusioni

L'analisi effettuata permette di evidenziare alcuni elementi chiave del campione di fondi immobiliari osservati. Una generalizzazione dei risultati all'intero universo non è ancora del tutto perseguibile. Infatti, rispetto alle rilevazioni Assogestioni, la rappresentatività del campione del Monitor, seppure significativa, in termini di *total asset* varia tra il 25 e il 32% dell'universo e l'incidenza di alcuni

cluster diverge da quelli registrati in questa sede.

Relativamente all'*asset allocation*, molti risultati evidenziati precedentemente sono confermati: se è vero che la normativa prevede che i fondi immobiliari investano non meno dei due terzi del loro patrimonio complessivo in immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e quote di altri fondi immobiliari, anche esteri, secondo un criterio di prevalenza o di esclusività, il campione di fondi immobiliari osservato detiene una percentuale più elevata rispetto al 66,67% minimo (circa l'83%), contro una quota finanziaria pari a poco più del 10% circa. A queste due classi di investimento si affiancano, residualmente, le altre attività, la liquidità, i crediti, i depositi bancari e gli altri beni. Tale *asset allocation* potrebbe rispecchiare una precisa strategia dei vertici delle SGR, che preferiscono valorizzare al massimo le proprie competenze e conoscenze nell'ambito del *real estate*, non addentrandosi in modo significativo in investimenti più propriamente finanziari. A tale proposito, si cita anche la tendenza a detenere partecipazioni (teoricamente collocate tra la parte puramente finanziaria degli investimenti) in *business* e attività di natura immobiliare (società immobiliari, quote di centri e parchi commerciali, ecc.), a scopo altrettanto strategico.

All'interno della parte finanziaria degli investimenti, la quota preponderante degli stessi (oltre il 50%) è mediamente rappresentata da partecipazioni in altre società, la maggior parte delle quali di controllo. Queste fanno spesso riferimento a società immobiliari o di progettazione, legate al mondo immobiliare e principalmente detenute

per fini operativi o strategici strumentali alla gestione dei fondi. Se è vero tale legame, occorre verificare se la parte finanziaria degli investimenti non vada considerata al netto di tale componente, comunque legata al settore del *real estate*. Per incidenza, dopo le partecipazioni seguono generalmente quote di O.I.C.R. e titoli di debito. Nel secondo semestre 2012, è rilevante la prevalenza degli investimenti in titoli di debito quotati, in particolare per i fondi quotati, ad apporto, a raccolta, *retail*, a breve e media scadenza. Questa tendenza sembra procedere fino al secondo semestre 2013, per poi invertirsi nel primo semestre 2014.

A prescindere dalla composizione di attività e di strumenti finanziari di cui dispongono i fondi oggetto del campione, è da rilevare il ricorso a strumenti finanziari principalmente non quotati, soprattutto per quanto riguarda le partecipazioni. La stessa osservazione è valida se si analizzano i titoli di debito e le quote di O.I.C.R.

Il Quinto Monitor sulla Finanza Immobiliare indaga le possibili cause ed elementi che determinano o influenzano situazioni di *stress* in cui possono trovarsi i fondi immobiliari. In merito alle cause, la rinegoziazione degli affitti appare la ragione dominante di situazioni di tensione, seguita da situazioni di sfritto (*vacancy*) e ritardi nella vendita dei beni immobili. Quest'ultima opzione è coerente con la generale tendenza che si sta riscontrando nella richiesta di un periodo di grazia nella scadenza dei fondi a Banca d'Italia. Considerata la congiuntura sfavorevole, lo scopo è evitare la liquidazione di immobili a sconto, attendendo una potenziale ripresa del mercato. A seguire, vengono

individuare motivazioni più specifiche, probabilmente legate a particolari situazioni del fondo o delle diverse iniziative immobiliari contenute in esso.

In relazione alla tipologia di fondi che accusano più frequentemente situazioni di *stress*, si citano, in particolare, i fondi *core* e quelli a sviluppo.

Rispettivamente, questi scontano, probabilmente, eventuali morosità degli affittuari, nel primo caso, o ritardi sui tempi e sui costi di realizzo, nel secondo. Inoltre, sempre con riferimento allo specifico campione intervistato, trattasi prevalentemente di fondi riservati, visto l'esiguo numero di partecipanti dichiarato per i fondi in situazione di tensione. Più raramente, il fenomeno sembra interessare fondi *retail*, in cui sono coinvolti anche piccoli risparmiatori.

Nella maggior parte dei casi, la svalutazione degli *asset* in portafoglio non sembra condurre o influenzare eventuali situazioni di *stress*; il livello di indebitamento si configura come significativo nell'80% delle risposte, anche se non sempre determinante; la difficoltà nell'ottenimento di nuovi finanziamenti bancari è rilevante nel 60% dei casi soltanto, così come nell'ipotesi della possibilità di rinegoziazione del debito. Ne emerge un quadro molto variegato, in cui le cause di situazioni di *stress* sono solo parzialmente legate all'aspetto finanziario/di liquidità, derivando da una concomitanza di elementi, piuttosto che da uno solo prevalente.

Le possibili azioni atte a fronteggiare situazioni di *stress* dei fondi immobiliari sono principalmente riconducibili a dismissione/vendita degli *asset*, anche a sconto, a rinegoziazione del finanziamento e a prolungamento della



## Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani: il trend e le situazioni di stress



durata del fondo. Probabilmente, la soluzione “ideale” dipende dalle specifiche caratteristiche del fondo in questione, dal suo ciclo di vita, da eventuali difficoltà sorte precedentemente, ecc. Non sembra interessare l’ipotesi di un’operazione “straordinaria” quale quella della fusione tra fondi, forse per mantenere l’autonomia a livello gestionale e la coerenza con gli obiettivi iniziali. Da ultimo, i rispondenti riportano una sostanziale preferenza per procedure più flessibili e meno drastiche rispetto a quelle concorsuali, come può essere la liquidazione coatta amministrativa. Ne deriva che la modalità per uscire da situazioni di tensione e *stress* sia prevalentemente quella della liquidazione, volontaria e precedente alla scadenza naturale, o al raggiungimento della stessa, come suggerito, in alcuni casi, dall’assemblea dei partecipanti o da SGR e assemblee di fondi congiuntamente.

### Bibliografia

- Assogestioni (2014), Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani
- Banca d’Italia (2005), Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio
- Biasin M. (2010), “La struttura finanziaria dei fondi immobiliari: grado di indebitamento e valore della quota”, in Giannotti C. (a cura di), *Il risk management nei fondi immobiliari. Analisi, valutazione e cultura della compliance*, pp. 97-116
- Cacciamani C. (2005), “I fondi immobiliari: investimenti immobiliari di natura finanziaria”, in Cacciamani C. (a cura di), *Gli investimenti immobiliari. Un modello di decisione e valutazione dei veicoli giuridici*, Egea, Milano, pp. 3-19
- Cacciamani C. (a cura di) (2005), *Gli investimenti immobiliari. Un modello di decisione e valutazione dei veicoli giuridici*, Egea, Milano
- Cacciamani C. (a cura di) (2012), *I fondi immobiliari ad apporto specializzati. Seconda edizione*, Egea, Milano
- Cacciamani C. (a cura di) (2012), *Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare. Terza Edizione*, Egea, Milano
- Cacciamani C. (2012), “I fondi immobiliari ad apporto specializzati: caratteristiche, opportunità e vincoli”, in Cacciamani C. (a cura di), *I fondi immobiliari ad apporto specializzati. Seconda edizione*, Egea, Milano, pp. 1-10
- Cacciamani C., Maini L. (2013), *Gli investimenti finanziari dei fondi immobiliari italiani. Italian Real Estate Funds’ financial Investments*, Bancaria, n. 5, maggio, pp. 63-73
- D.M. 228/1999
- Dottarelli C. (2006), “I fondi immobiliari: quadro normative e profili contabili”, in Giannotti C. (a cura di), *La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione*, Egea, Milano, pp. 5-32
- Giannotti C. (a cura di) (2006), *La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione*, Egea, Milano
- Giannotti C. (a cura di) (2010), *Il risk management nei fondi immobiliari. Analisi, valutazione e cultura della compliance*, Bancaria Editrice, Roma
- Giannotti C., Mattarocci G. (2012a), “La gestione finanziaria dei fondi immobiliari ad apporto”, in Cacciamani C. (a cura di), *I fondi immobiliari ad apporto specializzati*, Egea, Milano, pp. 137-161
- Giannotti C., Mattarocci G. (2012b), *I fondi immobiliari: tipologie, disciplina e leva finanziaria*, in Cacciamani C. (a cura di), *Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare. Terza edizione*, Egea, Milano, pp. 517-550
- Hoesli M., Morri G. (2010), *Investimento Immobiliare. Mercato, valutazione, rischio e portafogli*, Editore Ulrico Hoepli, Milano
- Kleiman T., Payne J., Sahu A., (2002), *Random Walks and Market Efficiency: Evidence from International Real Estate Markets*, *Journal of Real Estate Research*, vol. 24, n. 3, pp. 279-298
- Lizieri C., Ward C. (2000), *Commercial Real Estate Return Distributions: A Review of Literature and Empirical Evidence*, Working Paper, University of Reading
- Mainetti W. (2012), “I fondi immobiliari: tipologie, disciplina e leva finanziaria”, in Cacciamani C. (a cura di), *Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare. Terza Edizione*, Egea, Milano, 2012, pp. 517-550
- Mattarocci G. (2010), “Le caratteristiche degli immobili e i fattori di rischio dell’investimento”, in C. Giannotti (a cura di), *Il risk management nei fondi immobiliari. Analisi, valutazione e cultura della compliance*, Bancaria Editrice, Roma, pp. 15-39
- Porzio C., Sampagnaro G. (2006), “La misurazione del rischio negli investimenti immobiliari diretti”, in Giannotti C. (a cura di), *La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione*, Egea, Milano, pp. 91-128

(riproduzione riservata)