I fondi immobiliari italiani – Operatività e criticità gestionali

A. Bollea

Macerata, 7 maggio 2014

Indice

- Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare
- La valutazione dell'investimento immobiliare
- I rischi dell'investimento immobiliare
- Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari
- I finanziamenti immobiliari
- Conclusioni

Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare

- Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare
- La valutazione dell'investimento immobiliare
- I rischi dell'investimento immobiliare
- Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari
- I finanziamenti immobiliari
- Conclusioni

I principali vantaggi di un investimento immobiliare

Rivalutazione storica del valore degli immobili

Protezione dall'inflazione

Diversificazione del portafoglio

Il rischio globale del portafoglio può diminuire per effetto della diversificazione e della correlazione negativa tra gli asset

Valorizzazione di patrimoni immobiliari esistenti (es. patrimoni di famiglia)

Le scelte di investimento

- Nell'individuazione degli obiettivi dell''investimento immobiliare l'operatore è tenuto a definire:

  - ✓ *La dimensione del portafoglio che desidera acquisire*
  - ✓ *Il proprio grado di avversione/propensione al rischio*
  - ✓ *L'eventuale necessità di un rendimento minimo garantito*
  - ✓ *Il livello atteso di liquidità dell'investimento*
  - ✓ *L'orizzonte temporale di riferimento*

- E' altresì importante valutare le strategie di uscita dall'investimento in termini di

  - ✓ *Opportunità di cessione dell'immobile (liquidabilità)*
  - ✓ *Dinamica generale del mercato immobiliare*
  - ✓ *Eventuale interesse da parte di investitori istituzionali*
  - ✓ *Andamento del mercato degli immobili Italiano ed Europeo*

I principali rischi legati ad un investimento immobiliare

Rischio conduttore

Rischio venditore

Rischio parti sfitte

Rischio di mercato

Rischio di tasso

Rischio cambio

Rischio paese

Rischio di due diligence tecnica, ambientale e legale

Rischio di inadempimento fiscale

Rischio di non adeguata gestione degli immobili

La gestione immobiliare professionale

Gli investimenti immobiliari all'interno di un portafoglio gestito possono essere effettuati mediante:

Investimento diretto

Investimento indiretto in veicoli immobiliari (partecipazioni in società immobiliari, fondi immobiliari, SIIQ)

Conferimento di patrimoni immobiliari esistenti

In considerazione della complessità gestionale degli investimenti immobiliari, al fine di coglierne completamente i vantaggi e di ridurne il più possibile i rischi, è conveniente ricorrere a forme di gestione professionale degli investimenti privilegiando gli investimenti indiretti:

Fondi immobiliari - AIFMD

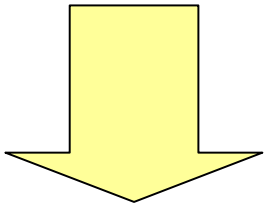
SIIQ

La valutazione dell'investimento immobiliare

- Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare
- La valutazione dell'investimento immobiliare
- I rischi dell'investimento immobiliare
- Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari
- I finanziamenti immobiliari
- Conclusioni

La valutazione economico e finanziaria degli investimenti

- Un'efficace valutazione degli investimenti immobiliari, così come degli strumenti mobiliari, richiede la corretta misurazione del rendimento da questi garantito e del grado di rischio ad essi associabile



- Come valutare il **rendimento**?
- Come valutare il **rischio**?

Come valutare un investimento immobiliare

- Per valutare la convenienza di un investimento immobiliare occorre combinare una analisi di mercato ed una analisi finanziaria

- L'analisi di mercato consiste
  - ✓ nella raccolta di dati comparativi del mercato di riferimento in cui è collocato l'immobile oggetto del possibile investimento (valori medi di mercato degli immobili e valore medio dei canoni di affitto
  - ✓ nell'analisi di informazioni ausiliare che influenzino la potenzialità di rivalutazione dell'investimento nel mercato di riferimento (es. realizzazione futura di infrastrutture)

- L'analisi finanziaria consiste nella valutazione del possibile investimento in termini di flussi di cassa netti positivi che nel tempo si ritiene possibile esso possa generare

- Le due metodologie di analisi vanno utilizzate congiuntamente

L'analisi di mercato

- Vengono raccolti ed analizzati dati comparativi di mercato nella zona in cui è collocato l'immobile oggetto del possibile investimento

- I dati riguardano

  - ✓ I valori di mercato al metro quadro

  - ✓ I valori al metro quadro per mese oppure per anno dei canoni di affitto

  - ✓ Il valore delle compravendite recenti effettuate nel mercato e nel territorio che si analizza (se disponibili)

- Tali informazioni sono reperibili da banche dati (es. Agenzia delle Entrate) oppure ricorrendo a consulenza di esperti valutatori esterni (CBRE, Reag, JLL ecc.)

- Altre informazioni qualitative riguardano i possibili sviluppi infrastrutturali (es. mezzi di trasporto ecc.)

Esempio: i dati dell'Agenzia delle Entrate

Provincia: ENNA
Comune: REGALBUTO
Fascia/zona: Periferica/CONTRADA SPITO
Codice di zona: D1
Microzona catastale n.: 1
Tipologia prevalente: Abitazioni civili
Destinazione: Residenziale

Tipologia	Stato conservativo	Valore Mercato (€/mq)		Superficie (L/N)	Valori Locazione (€/mq x mese)		Superficie (L/N)
		Min	Max		Min	Max	
Abitazioni civili	OTTIMO	550	750	L	2,3	3,1	L
Abitazioni di tipo economico	OTTIMO	500	650	L	2,1	2,7	L
Autorimesse		200	250	L	0,8	1	L
Box		250	250	L	1	1	L
Ville e Villini	OTTIMO	600	850	L	2,5	3,5	L

Lo STATO CONSERVATIVO indicato con lettere MAIUSCOLE si riferisce a quello più frequente di ZONA
Il Valore di Mercato è espresso in Euro/mq riferito alla superficie Netta (N) ovvero Lorda (L)
Il Valore di Locazione è espresso in Euro/mq per mese riferito alla superficie Netta (N) ovvero Lorda (L)
La presenza del carattere asterisco (*) accanto alla tipologia segnala che i relativi Valori di Mercato o di Locazione sono stati oggetto di rettifica.

La valutazione finanziaria

- La valutazione finanziaria di un investimento immobiliare avviene effettuando l'attualizzazione dei flussi di cassa netti che si ritiene possibile l'immobile oggetto della valutazione possa generare nel tempo (flussi di cassa attivi meno flussi di cassa passivi)

- La metodologia valutativa principalmente utilizzata consiste nell'applicazione del metodo **Discounted Cash Flow (DCF)** anche denominato Valore Attuale Netto (VAN)

- I flussi di cassa relativi ad un immobile possono essere distinti in flussi da investimento, da disinvestimento e flussi operativi

- Occorre determinare tali flussi stimati e distribuirli nel tempo

- Successivamente di applica la formula matematica del valore attuale ai flussi netti di cassa generabili dall'immobile nei vari anni

- A tal fine occorre determinare il tasso di attualizzazione. Generalmente si assumono almeno due tassi di attualizzazione, uno associato al mercato di riferimento ed uno ai canoni di locazione.

La valutazione finanziaria

- L'applicazione del metodo DCF consente di determinare
  - ✓ Il valore attuale netto dell'investimento (VAN)
  - ✓ L'indice di redditività (Distribution Yield)
  - ✓ Il tasso interno di rendimento (IRR).

Esempio di valutazione di un immobile ad uso privato

Acquisizione	3,50	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Prezzo acquisto		120.000	124.200	128.547	133.046	137.703	142.522
Imposte acquisto		3.300					
Notaio		1.600					
Agenzia		2.000					
Totale		**126.900**					
Rendita							
Affitto lordo	550	6.600					
Imposte	43%	2.412					
ICI		50					
Condominio		500					
Affitto netto		**3.638**					
Rendimento immediato netto		**2,867%**					
Imposta di registro	2%	132,0000					

Metodi alternativi di valutazione di un investimento immobiliare

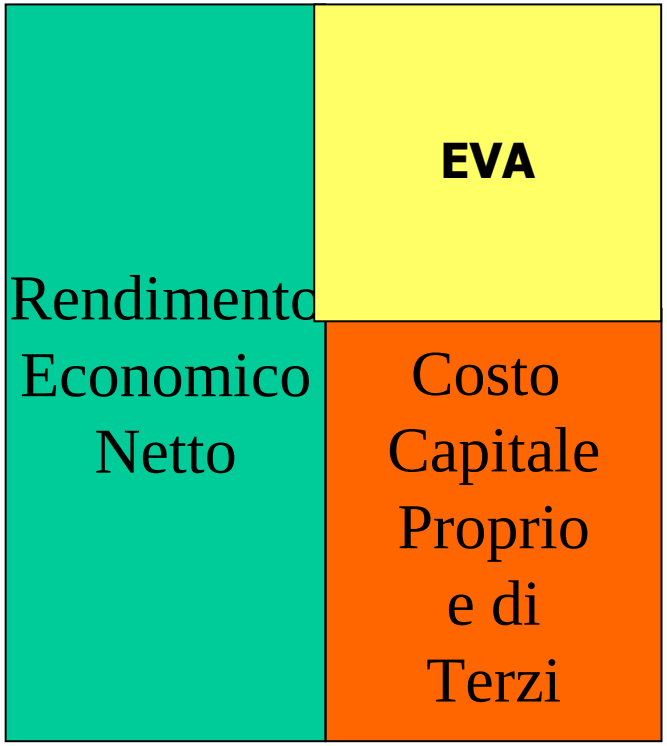
- In aggiunta alla valutazione economica e finanziaria di possono utilizzare i seguenti criteri aggiuntivi

  - ✓ Tempo di recupero: numero di anni necessari affinchè i flussi di cassa cumulati attivi previsti eguaglino l'investimento iniziale (payback period)

  - ✓ L'indice di redditività immediato: rapporto tra affitti attivi e valore dell'investimento previsto (rendimento immediato lordo oppure netto)

  - ✓ Economic Value Added (EVA): misura, per ogni periodo di riferimento, la differenza tra il rendimento economico netto dell'investimento ed il costo del capitale di finanziamento.

EVA



PROFITTO CHE ECCEDE LE ASPETTATIVE MINIME DEGLI INVESTITORI

In conclusione: criteri di valutazione quantitativa di un investimento immobiliare

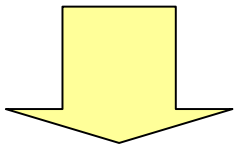
- Le principali regole da seguire sono
  - ✓ Privilegiare gli investimenti in cui il valore di mercato al metro quadro di acquisto e di locazione sia inferiore ai valori del mercato di riferimento
  - ✓ Valutare la presenza di sviluppi infrastrutturali e di altri fattori che possano positivamente influenzare l'investimento in futuro
  - ✓ Avere un VAN maggiore dell'investimento iniziale
  - ✓ Avere un DY adeguato
  - ✓ Avere un IRR adeguato e superiore al costo del finanziamento
  - ✓ Avere unpayback period ragionevole
  - ✓ Avere un rendimento immediato netto che sia superiore al costo del finanziamento

Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari

- Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare
- La valutazione dell'investimento immobiliare
- I rischi dell'investimento immobiliare
- Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari
- I finanziamenti immobiliari
- Conclusioni

Il rischio degli investimenti

- Il rischio attribuibile ad un investimento è rappresentato dalla volatilità dei redditi futuri generati dallo stesso
- Postulato fondamentale della logica finanziaria: l'investitore razionale, a parità di reddito, preferisce l'investimento meno rischioso e a parità di rischio il più redditizio
- Poiché gli investitori sono generalmente avversi al rischio, è opportuno che essi valutino non solo il reddito, ma la redditività corretta per il rischio



- Scelte razionali richiedono quindi efficaci strumenti di misurazione del grado di rischio degli investimenti.

Inoltre:

- Gli operatori del mercato immobiliare ancora non dispongono di specifiche metodologie di misurazione del rischio, come invece è ormai consolidato in altri settori di investimento di tipo finanziario;
- Tale circostanza non è dovuta alla mancanza di interesse degli operatori, ma alle difficoltà di implementazione di strumenti adeguati alle specificità del real estate market.

I principali rischi legati ad un investimento immobiliare

Rischio conduttore

Rischio venditore

Rischio parti sfitte

Rischio di mercato

Rischio di tasso

Rischio cambio

Rischio paese

Rischio di due diligence tecnica, ambientale e legale

Rischio di inadempimento fiscale

Rischio di non adeguata gestione degli immobili

I rischi in dettaglio e principali forme di protezione (1/3)

Rischio conduttore

Rischio di non ricevere il pagamento dei canoni di locazione
Analisi del rischio di credito dei conduttori

Rischio venditore

Rischio di revocatoria fallimentare
Analisi del rischio di credito del venditore e tutele legali al rogito

Rischio parti sfitte

Rischio di aumento della percentuale di sfitto sull'immobile
Analisi della scadenza media dei contratti di locazione
Analisi delle condizioni di recesso

I rischi in dettaglio e principali forme di protezione (2/3)

Rischio tasso su finanziamenti

Rischio di aumento incontrollato del costo del debito con conseguente riduzione dei ritorni delle operazioni
Tecniche di copertura del rischio tasso (es. IRS su tassi)

Rischio cambio su investimenti esteri

Rischio di movimento avveso del rapporto di cambio Eur – divisa di riferimento dell'immobile con conseguente riduzione dei ritorni delle operazioni
Tecniche di copertura del rischio cambio (es. operazioni a termine, opzioni valutarie, strumenti derivati)

Rischio paese

Rischio di andamento sfavorevole del mercato immobiliare nel paese in cui è collocato l'immobile
Analisi del mercato locale e forme di partnership (es. deleghe di gestione e contratti di consulenza immobiliare)

I rischi in dettaglio e principali forme di protezione (3/3)

Rischio di due dilicence

Rischio di non corretta e completa effettuazione della due diligence legale, tecnica ed ambientale
Utilizzo di primari consulenti con assunzione di responsabilità
Controlli sui dati prodotti

Rischio di inadempimento fiscale

Rischio di mancato rispetto delle regole fiscali associate alla gestione degli immobili (IVA, ICI, imposta di registro) con conseguente pagamento di sanzioni amministrative
Utilizzo di studi fiscali con adeguati livelli di professionalità
Controlli interni

Rischio di non adeguata gestione degli immobili

Rischio di non valorizzare oppure di non mantenere adeguatamente gli immobili
Utilizzo di property manager e facility manager con adeguati livelli di professionalità
Controlli interni

Rischio di mercato – Alcune metodologie

- Il rischio di mercato immobiliare è definito come la potenziale perdita totale derivante dalle fluttuazioni dei costi e dei ricavi associati all'immobile
- Tra le metodologie di valutazione del rischio di mercato si evidenziano
  - ✓ **Il rating immobiliare**
  - ✓ **L'analisi di sensitività**

Rischio di mercato – Il rating immobiliare

- Il rischio immobiliare è definito come la potenziale perdita totale derivante dalle fluttuazioni dei costi e dei ricavi associati all'immobile

- Per la determinazione del coefficiente di rischio globale di un'unità immobiliare occorre valutare il grado di rischio attribuibile a:

  - ✓ Le caratteristiche del conduttore del fabbricato (rischio di credito)
  - ✓ Le caratteristiche di contesto (rischio di mercato)
  - ✓ I fattori endogeni dell'unità immobiliare (rischio specifico).

Total risk = (Tenant risk) +
(Context risk) +
(Property risk)

Tenant risk

La misurazione del grado di rischiosità del conduttore del bene deriva dall'assegnazione di un rating a quattro diversi fattori:

- ✓ Ciclicità del settore cui appartiene il locatario
- ✓ Caratteristiche merceologiche dell'attività esercitata
- ✓ Grado di solvibilità attribuibile all'azienda
- ✓ Numerosità relativa di conduttori
- ✓ Le caratteristiche del contratto di locazione

Tenant risk in dettaglio – Solvibilità del conduttore

INDICE	VALORE DI EQUILIBRIO	VALORE DI RISCHIO	COMMENTI
ROE	-	-	Confronto con il settore
ROI	-	-	Confronto con il settore
Copertura interessi (Ebit/OF)	x≥4	x<1,7	Sotto 1,7 il rischio è molto elevato
Rotazione Capitale Investito	1<x<2	x<1	x>2, molto soddisfacente
Indice di Struttura	x≈100%	x<80%	Mezzi propri/Immobilizzazioni
Rapporto di indebitamento	x<0,5	x>1	Debt/Equity
Rapporto corrente[1]	x>1	x<1	Deve essere superiore a 1
Acid Test Ratio[2]	x≥1	x<1	Deve essere superiore a 1

[1] Indicatore di liquidità: Attivo corrente/passivo corrente.

[2] Indicatore di liquidità: Attivo corrente (al netto delle rimanenze)/passivo corrente.

Context risk

Per la misurazione del rischio relativo al contesto (caratteristiche esogene del bene) occorre valutare:

- ✓ Il rango del luogo in cui l'immobile è situato;
- ✓ La posizione dello stesso all'interno del contesto urbano;
- ✓ Le caratteristiche intrinseche del mercato immobiliare della zona in cui si trova l'immobile.

Property risk

Le caratteristiche endogene dell'unità immobiliare, infine, comprendono nel dettaglio:

- ✓ La dimensione del fabbricato;
- ✓ I caratteri tipologici e qualitativi dell'immobile;
- ✓ Le caratteristiche di fungibilità del bene;
- ✓ I fattori esterni condizionanti.

La determinazione del rischio associato all'immobile

Rischio Locatario

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Ciclicità Settore											20%
Merceologia											10%
Solvibilità											20%
Numerosità Conduttori											30%
Contratto Locazione											20%
Rischio complessivo	0										

Rischio Contesto

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Rango Città											30%
Posizione Immobile											20%
Mercato Immobiliare											50%
Rischio complessivo	0										

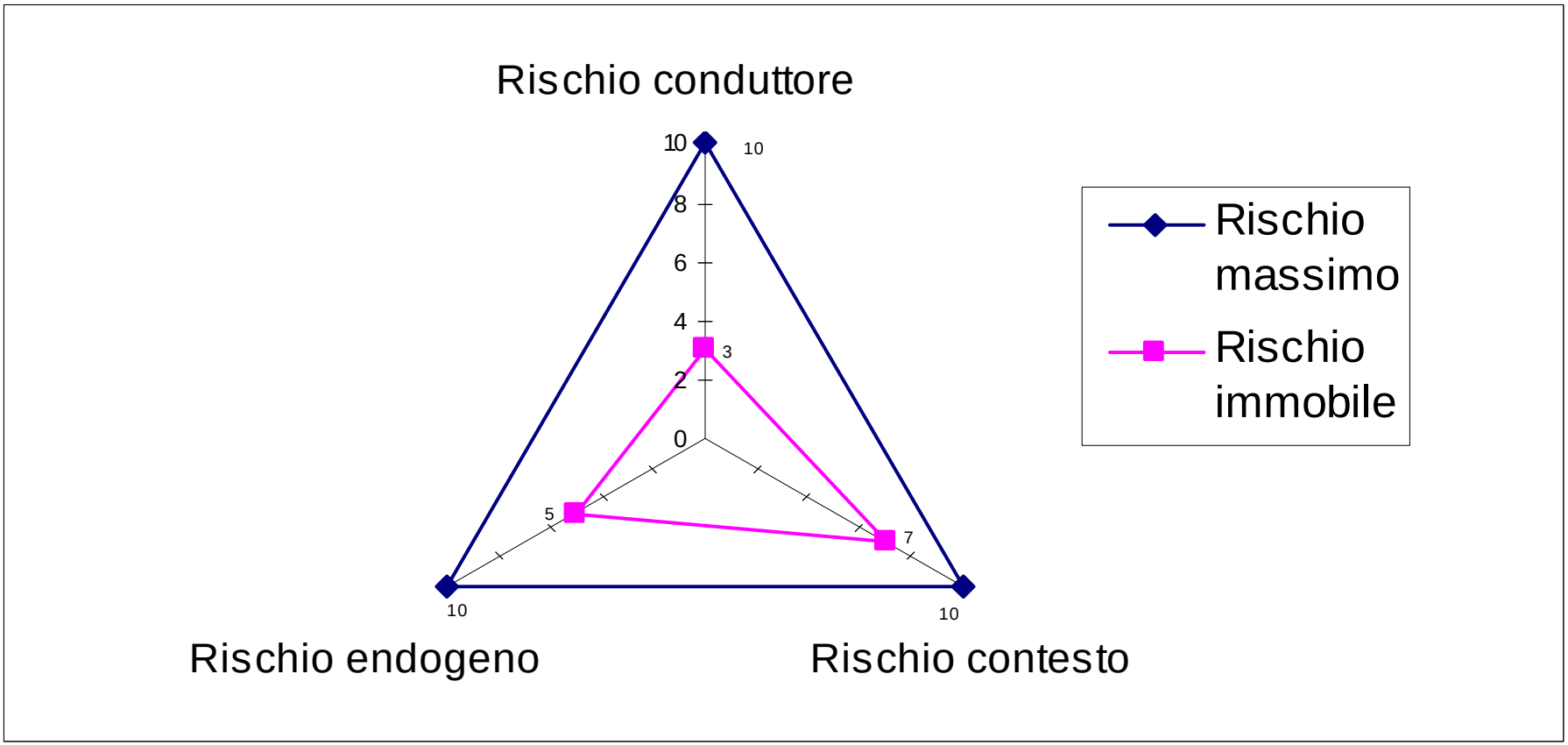
Rischio Specifico

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Dimensione											30%
Tipologia/Qualità											10%
Fungibilità											30%
Fattori Esterni											30%
Rischio complessivo	0										

La determinazione del rating dell'immobile

Categoria	Moody's	S&P's	Rating Interno	Rishio	Qualità immobile
Investment Grade Superiore	Aaa	AAA	1	Minimo	Eccellente
	Aa1	AA+	2	Basso	Ottima
	Aa2	AA			
	Aa3	AA-			
	A1	A+	3	Modesto	Buona
	A2	A			
	A3	A-			
Investment Grade Inferiore	Baa1	BBB+	4	Medio-Basso	Al di sopra della Media
	Baa2	BBB			
	Baa3	BBB-			
Non Investment Grade	Ba1	BB+	5	Medio	Nella Media
	Ba2	BB			
	Ba3	BB-			
Non Investment Grade Inferiore	B1	B+	6	Accettabile	Al di sotto della Media
	B2	B			
	B3	B-			
	Caa1	CCC+	7	Medio-Alto	Mediocre
	Caa2	CCC			
	Caa3	CCC-			
	Ca	CC	8	Alto	Scarsa
	C	SD	9	Attenzione	Molto Scarsa
	-	D	10		Pessima

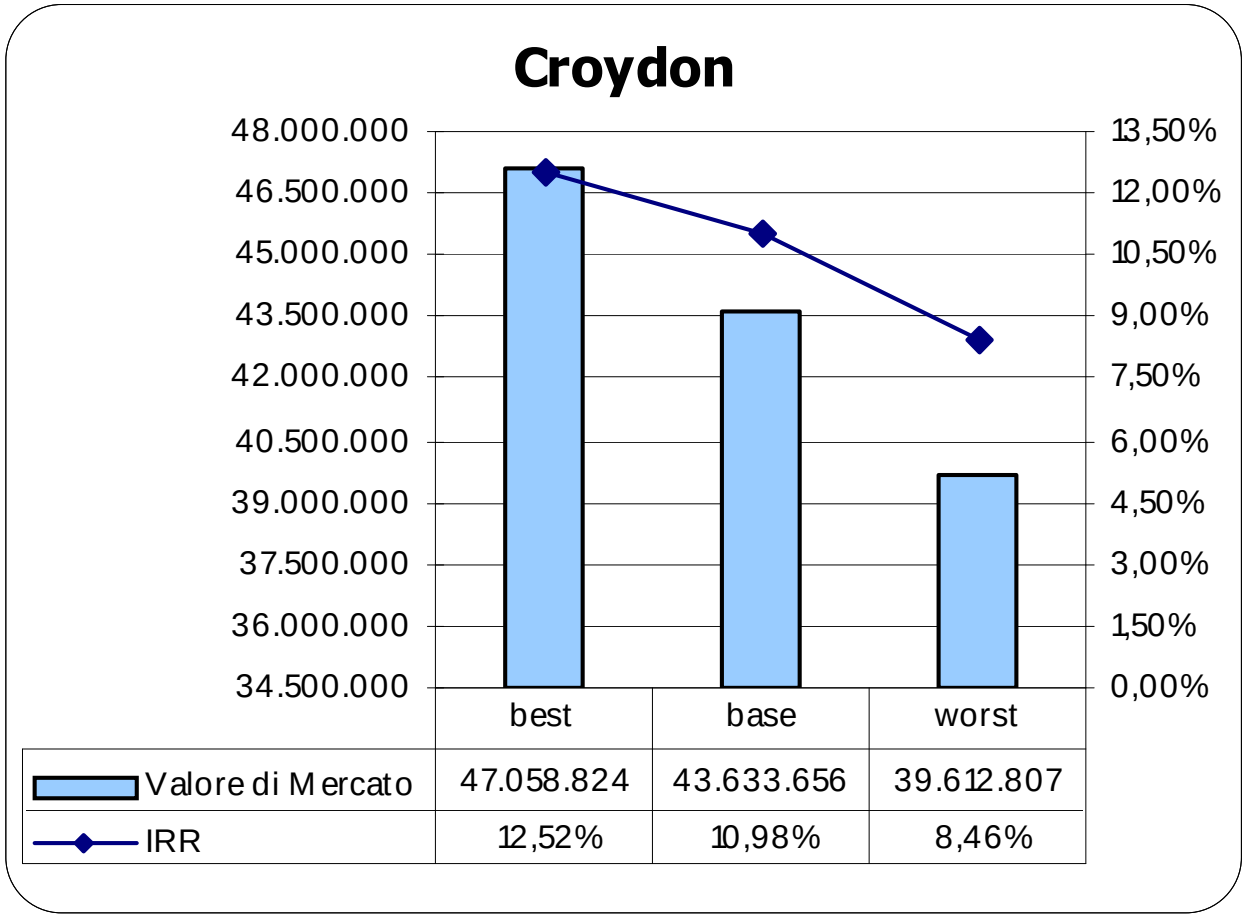
Rappresentazione del rischio associato ad un immobile



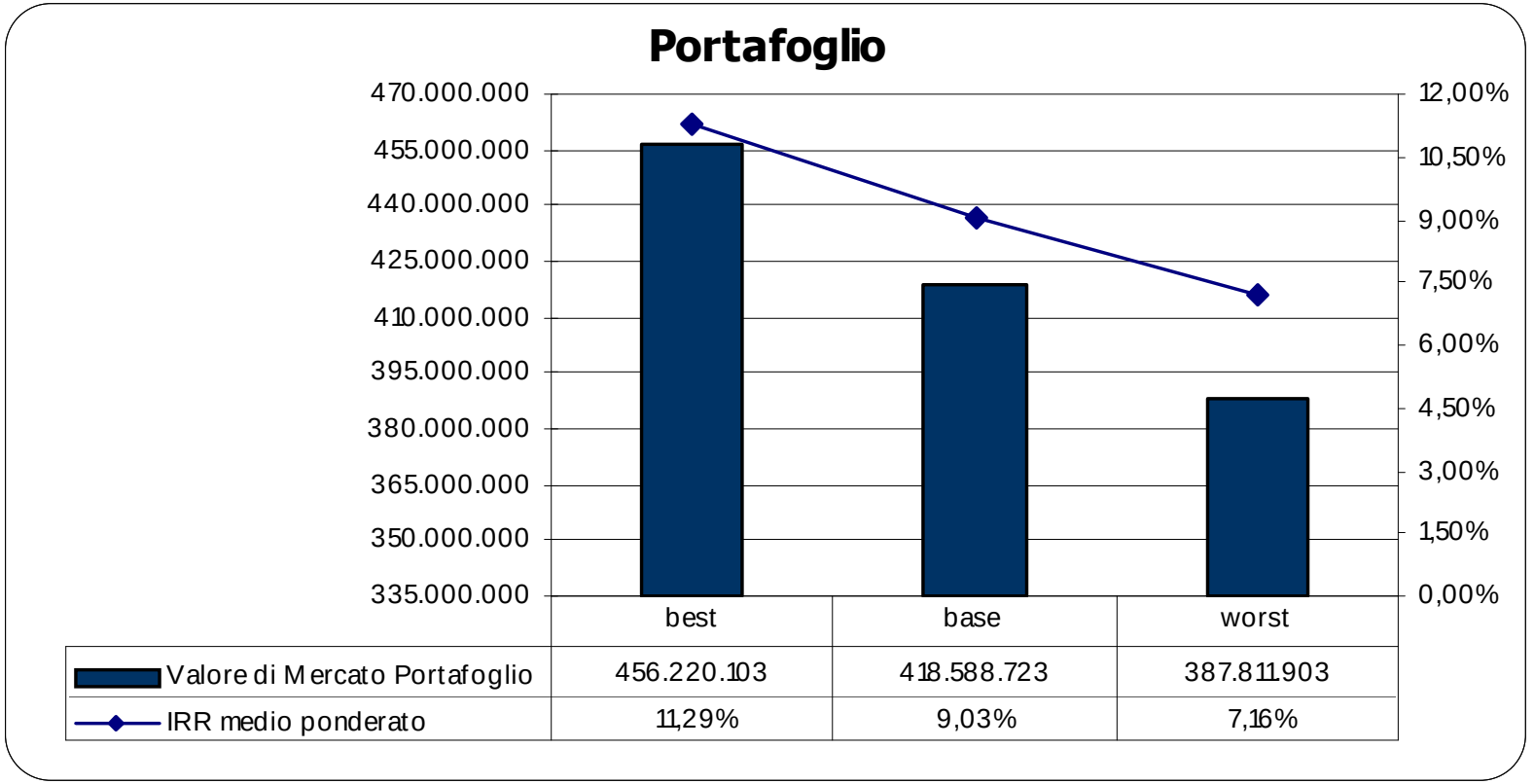
Rischio di mercato - Analisi di sensitività

- Stima delle possibili variazioni future del valore di un immobile sulla base del previsto andamento del mercato immobiliare di riferimento
- Si definiscono a priori
  - ✓ Il periodo temporale oggetto dell'analisi (in genere semestrale)
  - ✓ Gli scenari di riferimento (in genere scenario base, best e worst)
- Per ogni scenario si individuano i costi ed i ricavi stimati relativamente all'immobile analizzato
- Per ogni scenario si determinano i tassi di attualizzazione di mercato e dei canoni di locazione. Tali tassi derivano da una attenta analisi di mercato
- Si effettuano le valutazioni DCF stimate dell'immobile analizzato nei tre scenari base, best e worst
- I tre valori dell'immobile stimati si mettono a confronto con il valore di mercato corrente e si determinano di conseguenza gli indicatori di possibile variazione futura (base, best e worst) del valore di mercato dell'immobile analizzato: percentuali di variazione e stima di volatilità
- Si confrontano i risultati ottenuti con l'analisi di sensitività prodotta dagli esperti indipendenti

Analisi di sensitività - Esempio



Analisi di sensitività - Esempio



	best	base	worst
Valore di Mercato Portafoglio	456.220.103	418.588.723	387.811.903
IRR medio ponderato	11,29%	9,03%	7,16%

Il rischio di portafoglio

- Spesso l'investitore non è chiamato semplicemente a selezionare un singolo asset fra quelli disponibili sul mercato, ma piuttosto a scegliere fra portafogli di beni
- Al pari di un singolo investimento, può essere definito **Portafoglio efficiente** quel portafoglio che, dato un certo livello di rischio, presenta il più alto rendimento atteso ottenibile oppure, dato un certo livello di rendimento atteso, presenta il minor grado di rischio possibile
- L'insieme dei portafogli di mercato efficienti viene denominato **Frontiera efficiente**. Un investitore razionale dovrebbe quindi selezionare il proprio portafoglio all'interno di tale insieme
- In particolare, fra i portafogli che compongono la frontiera efficiente, l'investitore dovrà selezionare quello giudicato ottimale in funzione dei propri obiettivi di investimento
- Incrociando le preferenze del decisore (rappresentabili sulle cosiddette "curve di indifferenza") con le possibili alternative di mercato è possibile giungere alla definizione del portafoglio ideale;
- Il portafoglio ottimo coincide infatti con il punto di tangenza tra la frontiera efficiente e la più alta curva di indifferenza raggiungibile.

Il rischio di un portafoglio immobiliare

- Il modello media varianza può essere esteso ai portafogli di investimento immobiliari anche se la valutazione del grado di rischio di un portafoglio immobiliare risulta maggiormente complessa

- Come primo passo è possibile determinare la volatilità oppure il rating di ogni singolo immobile

- Successivamente occorre collegare tra loro le volatilità oppure i rating dei singoli immobili per ottenere un valore di rischio a livello di portafoglio

- Un modo approssimato per determinare un valore di rischio di sintesi a livello di portafoglio può essere l'effettuazione della media ponderata del valore di rischio di ogni immobile. Il peso di ponderazione può essere dato dal valore dell'immobile oppure dal valore dei canoni di locazione. Questo metodo però non tiene conto della **correlazione** degli immobili

- Una tecnica più corretta ma più onerosa da applicare consiste nel calcolo della matrice di correlazione tra le varie coppie di immobili. Una volta ottenute le varie correlazioni è possibile calcolare il rischio del portafoglio immobiliare misurato come deviazione standard del portafoglio. Tale deviazione standard può essere usata anche per correggere il rating di portafoglio ottenuto in via approssimata come media ponderata

La diversificazione di portafoglio

- Il rischio complessivo di un portafoglio immobiliare può essere in parte eliminato attraverso un'adeguata **diversificazione** di portafoglio (es. fondi immobiliari pan Europei)

- In particolare, è possibile ottenere benefici effetti di diversificazione comprendendo nel portafoglio beni caratterizzati da un andamento non perfettamente concorde (immobili correlati tra loro negativamente)

- In questo caso è possibile incidere sulla componente di rischio sistemico ma non sulla componente di rischio specifico

- Occorre quindi valutare il grado di correlazione tra i rendimenti dei singoli investimenti real estate, così come tra i fattori in grado di incidere sul rispettivo livello di rischio

- In ogni caso l'applicazione pratica dei modelli finanziari media varianza ai portafogli immobiliari risulta complessa in quanto

  - ✓ Spesso le serie storiche dei rendimenti su cui il modello di calcolo si basa, sono mancanti, imprecise oppure incomplete
  - ✓ Un portafoglio di investimento immobiliare presenta delle caratteristiche proprie differenti da un portafoglio di investimento composto da strumenti finanziari.

Le peculiarità dell'investimento immobiliare

- Un investimento immobiliare risulta caratterizzato da
  - ✓ Assenza di un mercato regolamentato su cui effettuare le compravendite
  - ✓ Presenza di operatori eterogenei
  - ✓ Mancanza di trasparenza
  - ✓ Elevati costi per l'effettuazione delle transazioni (es. costi di due diligence, imposte, spese notarili, commissioni di intermediazione)
  - ✓ Scarsa liquidità
  - ✓ Tempi elevati per porre in essere le operazioni immobiliari
  - ✓ Operazioni con elevato valore unitario con conseguente limitazione nella costruzione di portafogli di investimento realmente diversificati (capital intensive)
  - ✓ Beni che presentano spesso un'elevata complessità di natura gestionale, richiedendo all'investitore un impegno diretto nella gestione e riqualificazione del bene
  - ✓ I prezzi tendono ad essere percepiti in ritardo nelle transazioni successive e nella stime dei periti che spesso si basano principalmente su valori storici con conseguente effetto di ripetitività. Conseguentemente dal punto di vista statistico si può avere una sottostima della volatilità effettiva
  - ✓ Un effetto di autocorrelazione positiva in base al quale viene meno la proporzionalità tra volatilità ed orizzonte temporale di riferimento. In altri termini l'autocorrelazione positiva aumenta il profilo di rischiosità dell'attività osservata al crescere dell'intervallo di misurazione

I mercati immobiliari sono molto lontani dalla condizione di perfezione enunciata dalla teoria economica

Come si può attuare la diversificazione degli investimenti

- Diversificazione geografica (regionalità economica)
- Diversificazione settoriale
- Diversificazione dimensionale (liquidabilità)
- Diversificazione in termini di numero di conduttori
- Diversificazione per cicli economici

Tale diversificazione comporta:

- Difficoltà in termini di know how e di conoscenza dei mercati in cui investire (deleghe e consulenze)
- Maggiori costi di transazione e di gestione degli immobili tra loro eterogenei che possono rendere non economico il processo di diversificazione, almeno nel breve periodo.

Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari

- Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare
- La valutazione dell'investimento immobiliare
- I rischi dell'investimento immobiliare
- Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari
- I finanziamenti immobiliari
- Conclusioni

Le Sgr immobiliari

- In Italia l'attività di gestione collettiva di patrimoni mobiliari ed immobiliari può essere svolta in modo esclusivo dalle Società di Gestione del Risparmio (Sgr), in base a quanto previsto nel Testo Unico della Finanza (TUF), Decreto Legge n.58 del 24 Febbraio 1998

- I fondi immobiliari appartengono alla categoria degli OICR di tipo chiuso. Essi sono stati istituiti in Italia con la legge 25 gennaio 1994 n. 86. Successivamente sono stati regolamentati dalla legge n. 410 del 23 novembre 2001 e dai regolamenti Banca d'Italia del 27 agosto 2003 e del 14 aprile 2005

- Le Sgr Immobiliari sono specializzate nella gestione di fondi immobiliari ordinari (leva finanziaria limitata al 60%) oppure di fondi immobiliari speculativi (in deroga al limite del 60%)

- Le Sgr immobiliari sono in Italia di estrazione puramente immobiliare oppure di estrazione bancaria

- Il patrimonio dei fondi immobiliari gestiti è separato dal patrimonio della Sgr

- Le Sgr sono soggette alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob.

I Fondi Immobiliari

- I fondi immobiliari sono fondi comuni di investimento di tipo chiuso il cui patrimonio è investito prevalentemente in immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari

  Il requisito della "prevalenza" dell'investimento presuppone che il patrimonio del fondo sia investito in misura non inferiore ai 2/3 del valore complessivo del fondo in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari

- I fondi immobiliari possono essere retail o riservati

  I fondi retail sono sottoscritti mediante la sollecitazione del pubblico risparmio

  I fondi riservati sono sottoscritti da soggetti professionalmente qualificati

- I fondi immobiliari possono essere a raccolta o ad apporto

  I fondi a raccolta prevedono il versamento della liquidità e successivamente l'investimento in asset immobiliari

  I fondi ad apporto prevedono il conferimento diretto da parte dei sottoscrittori, i quali riceveranno quote di partecipazione, a fronte di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari con caratteristiche compatibili con le linee di investimento stabilite nel relativo regolamento di gestione

- E' richiesto il requisito di pluralità di partecipanti e di indipendenza della gestione del fondo da parte della Sgr

I vantaggi dei Fondi Immobiliari (1/2)

- Cartolarizzazione dell'investimento: l'investimento immobiliare viene frazionato in quote liberamente trasferibili

- Fiscalità agevolata:
  - il Fondo Immobiliare è esente in Italia dalle imposte dirette e gode di una fiscalità agevolata relativamente alle imposte di registro ed ipocatastali (es. imposta ipocatastali al 2% ed imposte di registro in alcuni casi in misura fissa). Sui dividendi distribuiti dal Fondo si applica una imposta del 20% a titolo di acconto per le persone giuridiche e di imposta definitiva per le persone fisiche (differimento d'imposta). Tale regime vale per i partecipanti al Fondo che detengono quote in misura non superiore al 5% o che siano inclusi tra i soggetti esclusi, come previsto dal D.L.70 del 5/5/2011 convertito in Legge n. 106 il 12/7/2011:

  - la fiscalità può essere inferiore a quella da reddito di impresa di una società immobiliare (es. 31,4% di imposizione per una S.r.l.)

- Deconsolidamento del debito: la posizione debitoria del Fondo è indipendente dalla posizione debitoria dei quotisti del Fondo

- Spin off dal bilancio dell'apportante delle immobilizzazioni materiali immobiliari e dei relativi debiti

- Il Fondo Immobiliare è uno strumento certificato ed adatto alla clientela istituzionale soprattutto al fine di un futuro eventuale allargamento della compagnie dei quotisti mediante vendita delle quote sul mercato

- Gli investimenti immobiliari richiedono competenze professionali specifiche ed è pertanto spesso opportuno separare la gestione caratteristica dalla gestione immobiliare concentrandola in una Sgr

I vantaggi dei Fondi Immobiliari (2/2)

- Il Fondo Immobiliare non può essere soggetto a procedure concorsuali ma solamente alla liquidazione che deve essere preventivamente deliberata dall'Assemblea dei partecipanti

- Calcolo del NAV con frequenza almeno semestrale (trasparenza del patrimonio immobiliare)

- Possibilità di avviare fondi immobiliari specializzati in particolari settori con normativa civilistica e fiscale dedicata (es. fondi pubblici e fondi social housing)

Alcune caratteristiche

- I fondi ad apporto ed i fondi a raccolta sono soggetti al medesimo iter autorizzativo, ma in caso di apporto è obbligatoria la stima dell'esperto indipendente in sede di acquisizione ed è necessario far redigere un parere di congruità finanziaria del fondo da un intermediario finanziario qualificato.

- Il fondo, se sottoscritto da meno di 250 soggetti e non è quotato, è soggetto alla vigilanza della Banca d'Italia e non si deve redigere il Prospetto Informativo.

- Il valore nominale minimo delle quote dei fondi riservati è € 25.000. In caso di valore nominale inferiore è obbligatoria la quotazione.

- Il patrimonio del fondo immobiliare può essere raccolto mediante più emissioni di quote, a seconda delle esigenze di investimento e del trend del mercato. Il fondo, inoltre, in coincidenza delle nuove emissioni può effettuare rimborsi parziali anticipati delle quote.

- L'evoluzione della prassi in materia di costituzione di fondi comuni di investimento e le novità normative recentemente introdotte consentono oggi di poter affiancare organismi, rappresentativi degli interessi dei sottoscrittori dei fondi immobiliari, alle strutture ed agli organi interni di gestione e controllo della SGR.

Alcune caratteristiche

- Pluralità di partecipanti
- Indipendenza della gestione da parte della Sgr (Assemblea e Comitato Consultivo)
- Almeno 2/3 dell'attivo devono essere investiti in beni immobiliari
- Devono essere apportate almeno quattro unità immobiliari (unità catastali), in quanto nessun investimento può superare 1/3 del fondo
- La durata del fondo non può superare 50 anni
- Il Fondo ha la possibilità di ricorrere all'indebitamento sino ad un valore pari al 60% del valore degli asset immobiliari e fino al 20% del valore degli altri beni. Il Fondo può ricorrere a qualsiasi forma di finanziamento, ad esclusione della raccolta del risparmio presso il pubblico mediante emissione di titoli di debito
- Ogni Fondo deve essere preventivamente approvato da Banca d'Italia. Se il Fondo è di tipo retail è necessaria l'approvazione di Consob. Nel momento della quotazione è necessaria l'ammissione alla quotazione da parte di Borsa Italiana
- Regolamento e prospetto informativo
- E' prevista per ogni fondo una Banca Depositaria che effettua i controlli sul fondo

La fiscalità del fondo immobiliare – Imposte dirette

- Il fondo non è tassato con imposte dirette: i ricavi (canoni netti) e le plusvalenze (latenti o realizzate), non sono soggetti né a IRES né a IRAP. Il fondo è soggetto solo al pagamento dell'IMU

- Il titolare delle quote che possiede meno del 5% del Fondo è tassato solo sui proventi distribuiti e sulla plusvalenza effettiva in caso di cessione della quota o di liquidazione del fondo, con un'aliquota del 20% (differimento di imposta e tassazione agevolata)

- Il titolare delle quote che possiede più del 5% del Fondo è tassato annualmente sui redditi prodotti dal Fondo con tassazione ordinaria in regime dichiarato in trasparenza

- Il titolare delle quote residente all'estero è tassato al 20% sui proventi distribuiti (differimento di imposta e tassazione agevolata) con applicazione delle convenzioni fiscali esistenti tra Italia ed il paese estero di residenza al fine di evitare una doppia tassazione

AIFMD (1/2)

- AIFMD: Direttiva Europea 2011/61/CE dell' 8 giugno 2011 che regolamenta i gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive)

- GEFIA: Gestori di Fondi di Investimento Alternativi regolamentati dalla AIFMD (es. in Italia Sgr immobiliari)

- FIA: Fondi di Investimento Alternativi (es. Fondi Private Equity, Fondi Immobiliari, Fondi Hedge, Fondi opere d'arte, Fondi sul credito)

- In data 22 luglio 2013 è diventata operativa la Direttiva AIFMD vincolante a livello comunitario: tutti gli Stati della Comunità Europea sono tenuti ad adeguarsi alla Direttiva modificando, se necessario, la normativa di riferimento nazionale (es. in Italia modifica del TUF)

- In Europa la gestione di fondi è pertanto attualmente normativamente suddivisa in due ambiti: Direttiva UCITS IV 2009/65/CE che regolamenta la gestione degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OIVCM) e Direttiva AIMF che regolamenta i gestori GEFIA di FIA

AIFMD (2/2)

- Obiettivi
  - Uniformare le regole Comunitarie per la gestione di FIA
  - Ridurre i rischi sistemici nella gestione di FIA
  - Creare un mercato Europeo di FIA e GEFIA (libera gestione e commercializzazione di FIA a livello Comunitario)

- Sono regolamentati
  - Attività dei GEFIA
  - Processo autorizzativo
  - Banca depositaria
  - Controlli di compliance e di risk
  - Conflitti di interesse
  - Delega di funzioni a soggetti terzi
  - Gestione del cash flow
  - Valutazione dei portafogli
  - Passaporto Europeo di commercializzazione di FIA
  - Modalità di gestione di FIA stabiliti in Stati diversi da quello in cui opera il GEFIA
  - Gestione e commercializzazione di FIA non Comunitari
  - Modalità di controllo e di collaborazione tra le Autorità di Vigilanza di differenti Stati

Avvio di un fondo – Fasi progettuali

- **Definizione degli obiettivi**
  - ✓Obiettivi di gestione immobiliare e patrimoniale
  - ✓Obiettivi di valorizzazione o di redditività
  - ✓Obiettivi di ottimizzazione fiscale

- **Definizione del patrimonio da conferire al fondo**
  - ✓Inventario generale e catastale del patrimonio immobiliare
  - ✓Intestazione giuridica: persone, società, proprietà indivisa
  - ✓Situazione finanziaria: indebitamento, mutuo
  - ✓Situazione economica: termini della locazione, costi della ristrutturazione

- **Definizione della struttura del fondo**
  - ✓Bozza di regolamento: partecipanti, patrimonio, strategia e obiettivi, governance, politica dei proventi, durata
  - ✓Flessibilità: apporto con emissioni successive, rimborsi anticipati, accumulazione con distribuzioni sporadiche, finanziamento

- **Analisi della convenienza**
  - ✓Analisi degli aspetti fiscali e finanziari
  - ✓Simulazioni

- **Definizione del business plan**
  - ✓Business plan economico-finanziario

La gestione immobiliare in una Sgr

L'attività immobiliare di una Sgr si sostanzia nelle seguenti attività di dettaglio:

Portfolio management: definizione delle politiche di investimento e gestione del portafoglio. In essa si intende ricompresa l'attività di asset management e cioè di ricerca, valutazione ed acquisto/vendita di immobili;

Middle Office: attività di cuscinetto tra la gestione e le attività amministrative e di Banca Depositaria;

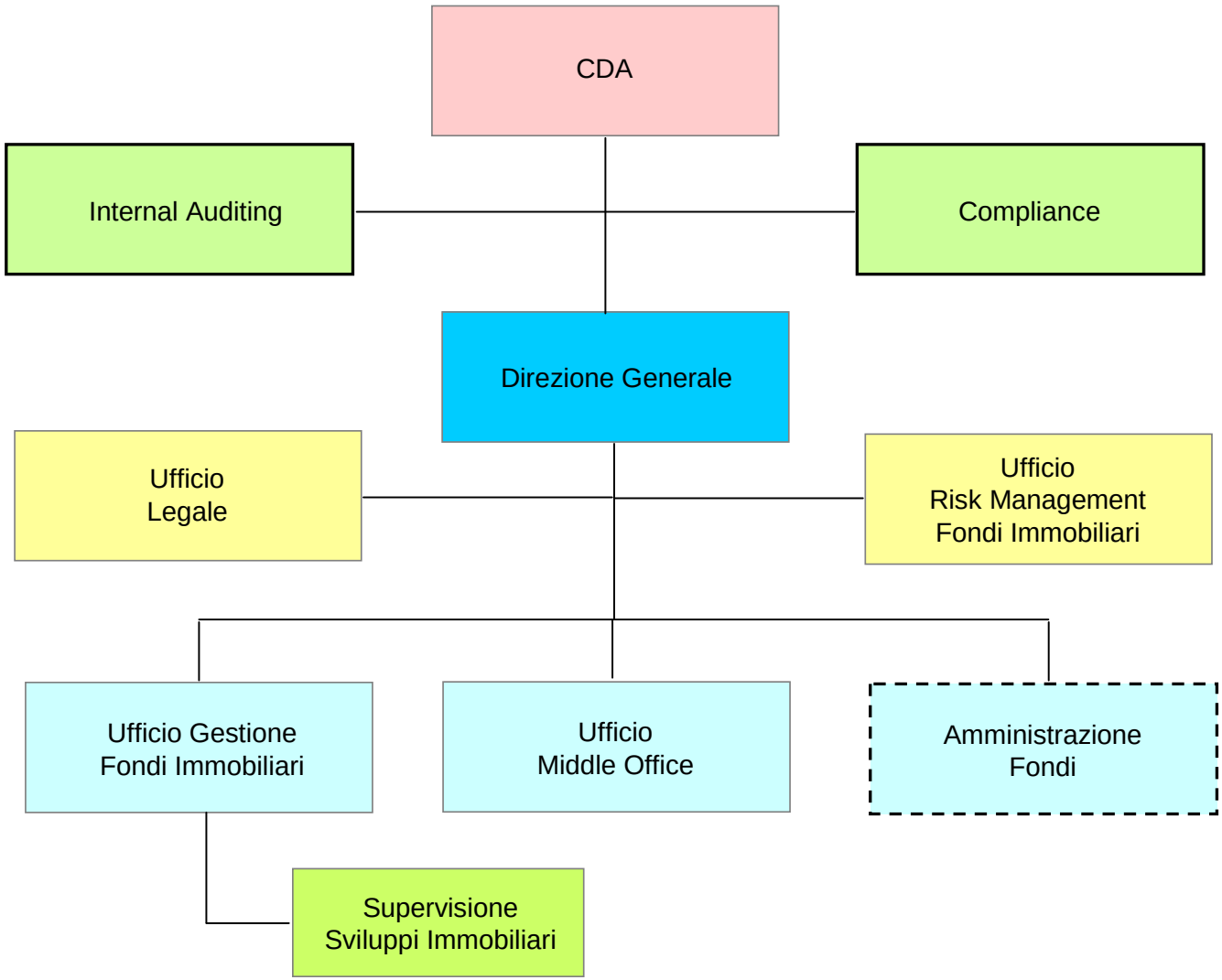
Property e Facility management: attività di gestione degli immobili in portafoglio (in genere in outsourcing)

Attività amministrative: contabilizzazioni, adempimenti imposte dirette ed indirette, calcolo del valore quota, antiriciclaggio e segnalazioni di Vigilanza (in genere in outsourcing);

Attività di controllo: Internal Auditing, Compliance e Risk Management

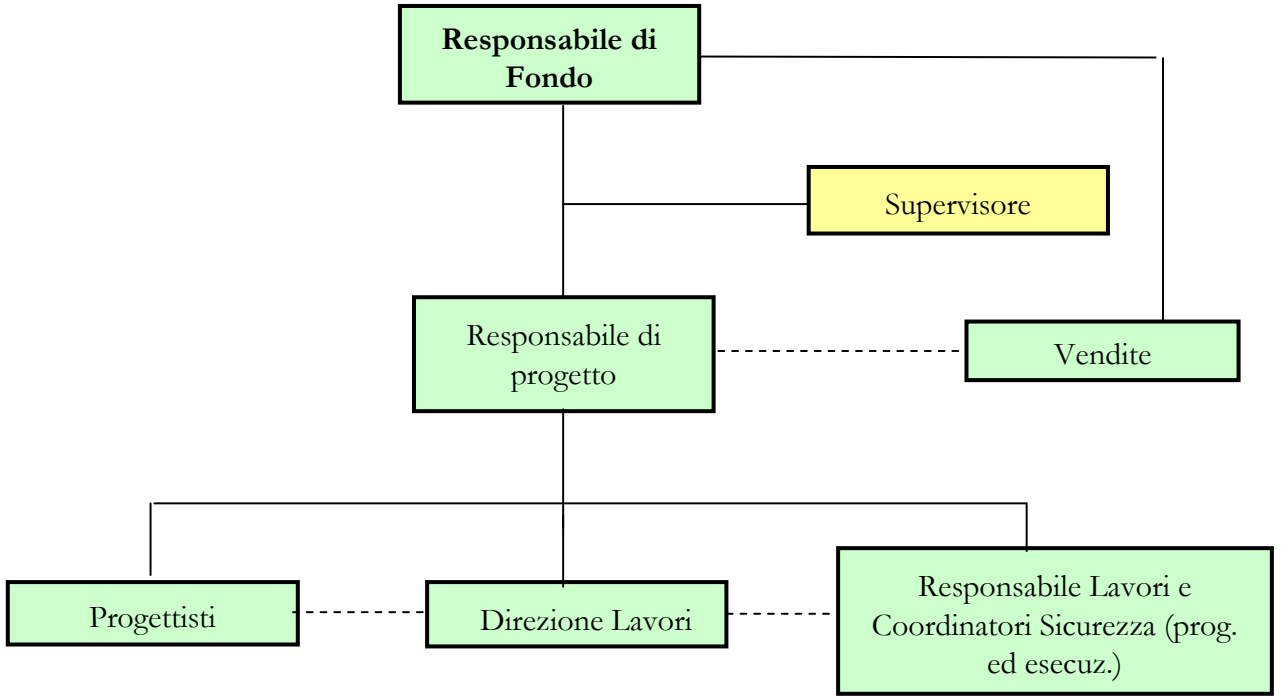
Attività di supporto: legale e supervisione sviluppo immobiliare.

Organigramma di riferimento



Organigramma di un progetto di sviluppo immobiliare

- I **Progettisti**, la **Direzione dei Lavori**, il **Responsabile dei lavori** ed i **Coordinatori della Sicurezza** rispondono al **Responsabile di progetto** che a sua volta risponde al **Responsabile di Fondo**.



Soggetti ed entità organizzative coinvolte

Società di Gestione del Risparmio

Banca Depositaria

Sottoscrittori e quotisti

Assemblea dei partecipanti e Comitato Consultivo

Property Manager

Esperti Indipendenti

Supervisione Sviluppi Immobiliari ("watch in dog")

Banche finanziatrici

Le fasi di un investimento

Analisi parametri di base e verifica della loro rispondenza agli obiettivi di investimento (rendimento, ubicazione, tipologia, durata dei canoni d'affitto, leva finanziaria, asset deal versus share deal, immobili a reddito versus a sviluppo, settore ecc.)

Valutazione desk top (esperti indipendenti)

Visita dell'immobile

Analisi di dettaglio (Valutazione DCF, IRR, Distribution Yield, leva finanziaria, consistenze, urbanistica, transazioni simili, immobili simili ecc.)

Analisi di rischio conduttori e venditore

Offerta non vincolante al venditore

Predisposizione investment memorandum

Approvazione in Commissione di Gestione ed in Comitato Esecutivo

Due diligence tecnica, legale ed ambientale

Offerta vincolante al venditore

Rogito notarile

Avvio gestione dell'immobile (property)

Le fasi di un disinvestimento

Decisione strategica dell'immobile da cedere e delle condizioni di vendita

Predisposizione della documentazione relativa alla vendita

Comunicazione delle condizioni alle controparti con cui si lavora

Incontro con potenziali acquirenti

Visita dell'immobile da parte dei potenziali acquirenti

Lettera di impegno non vincolante da un acquirente

Concessione del periodo di esclusiva per lo svolgimento della due diligence (data room)

Due diligence

Offerta vincolante di acquisto

Approvazione della vendita in Commissione di Gestione ed in Comitato Esecutivo

Rogito notarile

Impiego della liquidità

Il sistema dei controlli

In considerazione della normativa di controllo di Vigilanza, motivata operativamente dalla complessità operativa e dalle masse gestite spesso considerevoli, sono previste le seguenti funzioni di controllo (Regolamento Banca d'Italia aprile 2005 e Regolamento congiunto novembre 2007):

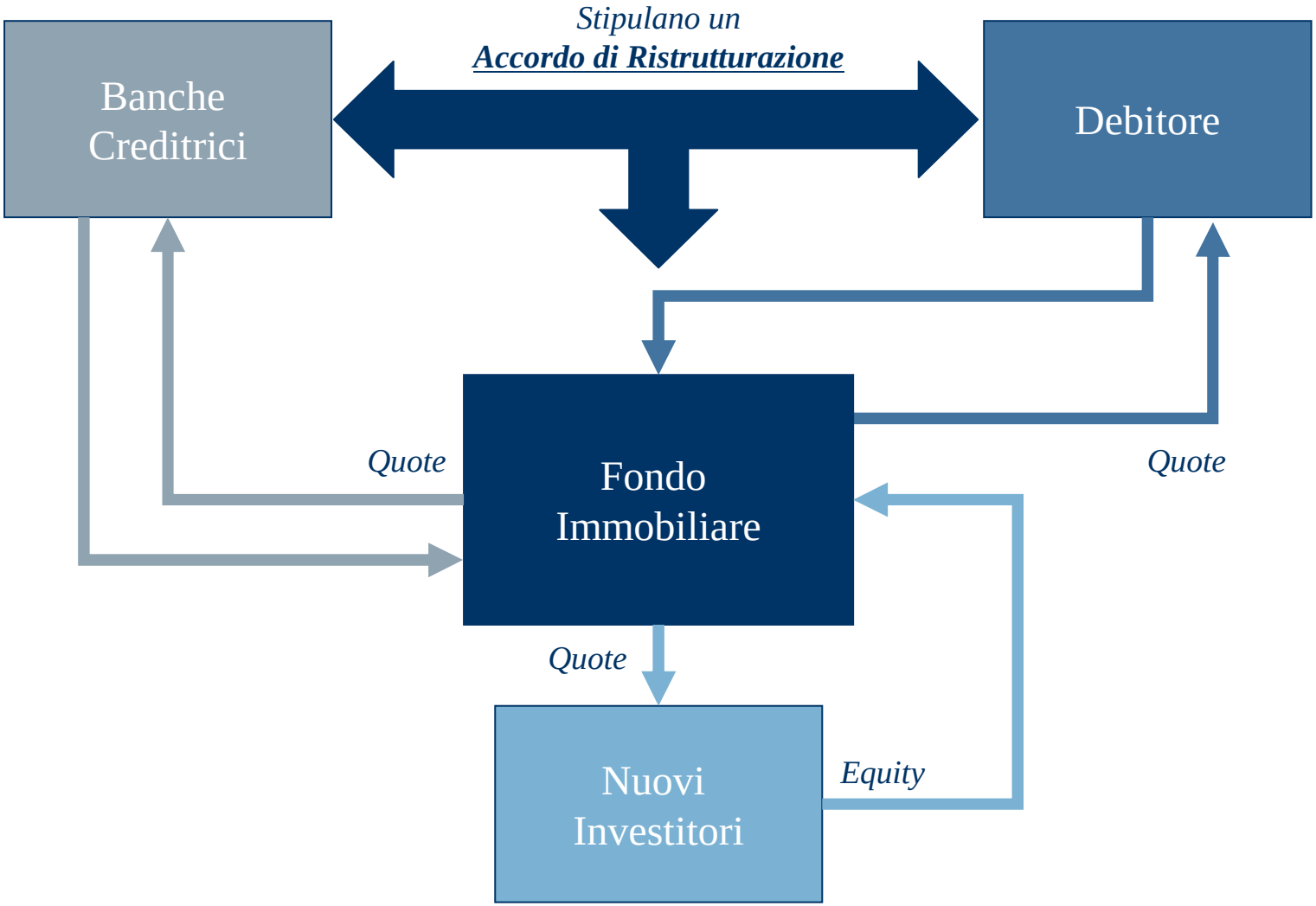
Internal Auditing: controlli di terzo livello ed indipendenti a campione;
Risk Management: controlli di secondo livello costanti e ripetitivi nel tempo;
Compliance: controlli di aderenza della operatività alla normativa interna ed esterna all'Azienda.

Un ruolo chiave è svolto dalla funzione di Risk Management che si differenzia dalle normali attività svolte dall'analoga funzione "tradizionale" (es. gestione OICR mobiliari e gestioni individuali).

Al fine di ottimizzare i controlli svolti l'attività di Risk Management Fondi Immobiliari ricomprende anche le attività di controllo dei limiti di Legge e regolamentari.

L'Ufficio Risk Management deve essere indipendente dalla funzione di gestione anche se è necessario che collabori con essa. Risponde direttamente alla Direzione Generale.

Un esempio - Ristrutturazione del credito bancario (1/2)



Un esempio - Ristrutturazione del credito bancario (2/2)

- Una parte delle quote del Fondo può essere attribuita al debitore solo nel caso in cui il valore di mercato dei beni apportati sia superiore al valore del debito (NAV del Fondo positivo)
- Se il valore di mercato dei beni da apportare al Fondo è inferiore al valore del debito è necessaria una preventiva ristrutturazione del debito da parte degli istituti di credito al fine di fare emergere nel Fondo un NAV positivo (svalutazione dei crediti preventiva all'apporto nel Fondo degli immobili e del relativo accollo del debito)
- Il livello di leva finanziaria ottimale è nell'ordine del 60% del valore dell'attivo del Fondo. Il livello di leva finanziaria è opportuno che non superi l'80% del valore dell'attivo del Fondo. In questi casi è necessaria la preventiva condivisione di un business plan di valorizzazione degli immobili nel tempo che consenta al Fondo di rendere sostenibile un così elevato livello di indebitamento
- L'operazione di avvio del Fondo è subordinata in ogni caso ad una ridefinizione del credito bancario in accordo con il business plan del Fondo
- Partecipazione degli istituti di credito al Fondo sotto forma di quotisti
- Successivo collocamento del Fondo presso nuovi investitori istituzionali
- Si possono ipotizzare tre classi di quote: classe A per i debitori, classe B per le banche e classe C per investitori istituzionali qualificati terzi
- Sulle quote assegnate ai debitori è possibile iscrivere pegno con limitazione del diritto di voto in Assemblea

I finanziamenti immobiliari

- Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare
- La valutazione dell'investimento immobiliare
- I rischi dell'investimento immobiliare
- Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari
- I finanziamenti immobiliari
- Conclusioni

La leva finanziaria – Le forme tecniche principali

- **Mutuo ipotecario**
  - ✓ Utilizzato a fronte di immobili che si prevede di mantenere in portafoglio per un periodo medio lungo (costi di accensione)
  - ✓ Utilizzato per finanziare sviluppi immobiliari (frazionamenti)
  - ✓ Il tasso di interesse applicato è più basso rispetto allo scoperto in conto corrente

- **Scoperto in conto corrente**
  - ✓ Utilizzato per avere maggiore flessibilità nella gestione della liquidità
  - ✓ Può prevedere o meno forme di garanzia
  - ✓ Utilizzato per finanziare operazioni immobiliari nel breve periodo (esigenze di cassa)
  - ✓ Il tasso di interesse applicato è più elevato rispetto al mutuo ipotecario soprattutto nel finanziamento chirografario (non garantito)
  - ✓ Ha minori costi di attivazione

- **Fideiussione**
  - ✓ Utilizzata come forma di garanzia per i contratti di affitto ed obbligatoriamente negli sviluppi immobiliari residenziali a garanzia degli acconti versati dai futuri acquirenti degli immobili
  - ✓ Sono prestate sia da banche che da compagnie di assicurazione

Fasi del mutuo ipotecario

- Definizione delle esigenze finanziarie in base al business plan finanziario
- Road show con gli istituti di credito
- Individuazione dell'istituto di credito (singolo istituto versus pool di banche)
- Istruttoria di affidamento da parte dell'istituto di credito
- Term sheet d'offerta di finanziamento
- Negoziazione delle condizioni
- Predisposizione contrattualistica
- Stipula del contratto di finanziamento
- Accensione ipoteche
- Erogazione
- Monitoring da parte dell'istituto di credito

Il mutuo ipotecario – Punti di attenzione

- Spread di tasso applicato: varia a seconda della tipologia di investimento immobiliare (immobile a reddito versus sviluppo immobiliare)
- Up front fees
- Commissioni di mancato utilizzo
- Loan to book e loan to value
- Penali per estinzione anticipata
- Finanziamento bullet
- Obbligo di copertura del rischio tasso
- Costi legali e notarili
- Imposta sostitutiva
- Costo per opzioni varie che conferiscono maggiore flessibilità al finanziamento (es. possibilità di sostituzione dell'immobile a garanzia)
- Fornire all'istituto di credito l'aggiornamento periodico delle valutazioni immobiliari

Il mutuo ipotecario in progetti di sviluppo immobiliare

- Redazione di un business plan economico e finanziario
- Spread di tasso maggiore rispetto ai mutui su immobili a reddito
- Spread di tasso maggiore su sviluppi residenziali
- Frazionamenti
- Possibilità di tirare il mutuo a tranches successive in base allo stato avanzamento lavori
- Stato avanzamento lavori: valutazione periodica dell'esperto indipendente e del perito della Banca

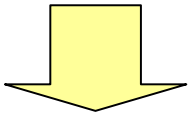
Il mercato attuale

- La crisi immobiliare mondiale e dei mutui subprime ha generato una restrizione nel mercato del credito con un aumento del costo dei finanziamenti

- Nei paesi in cui il settore bancario in passato ha concesso finanziamenti con maggiore attenzione il mercato immobiliare ha retto finora bene ai ribassi che si sono registrati in USA e Gran Bretagna

- Nel nostro paese si registra una chiusura del credito nel comparto immobiliare come conseguenza della crisi del settore e della carenza di liquidità sistemica (Aziende ed istituti di credito). Sui finanziamenti concessi vengono quindi applicate delle condizioni peggiorative rispetto al passato in termini di

  - ✓ Maggiori spread di tasso applicati
  - ✓ Maggiori garanzie richieste (covenants e non finanziamenti chirografari)
  - ✓ Minore percentuale finanziata per ogni progetto
  - ✓ Commissioni varie più elevate

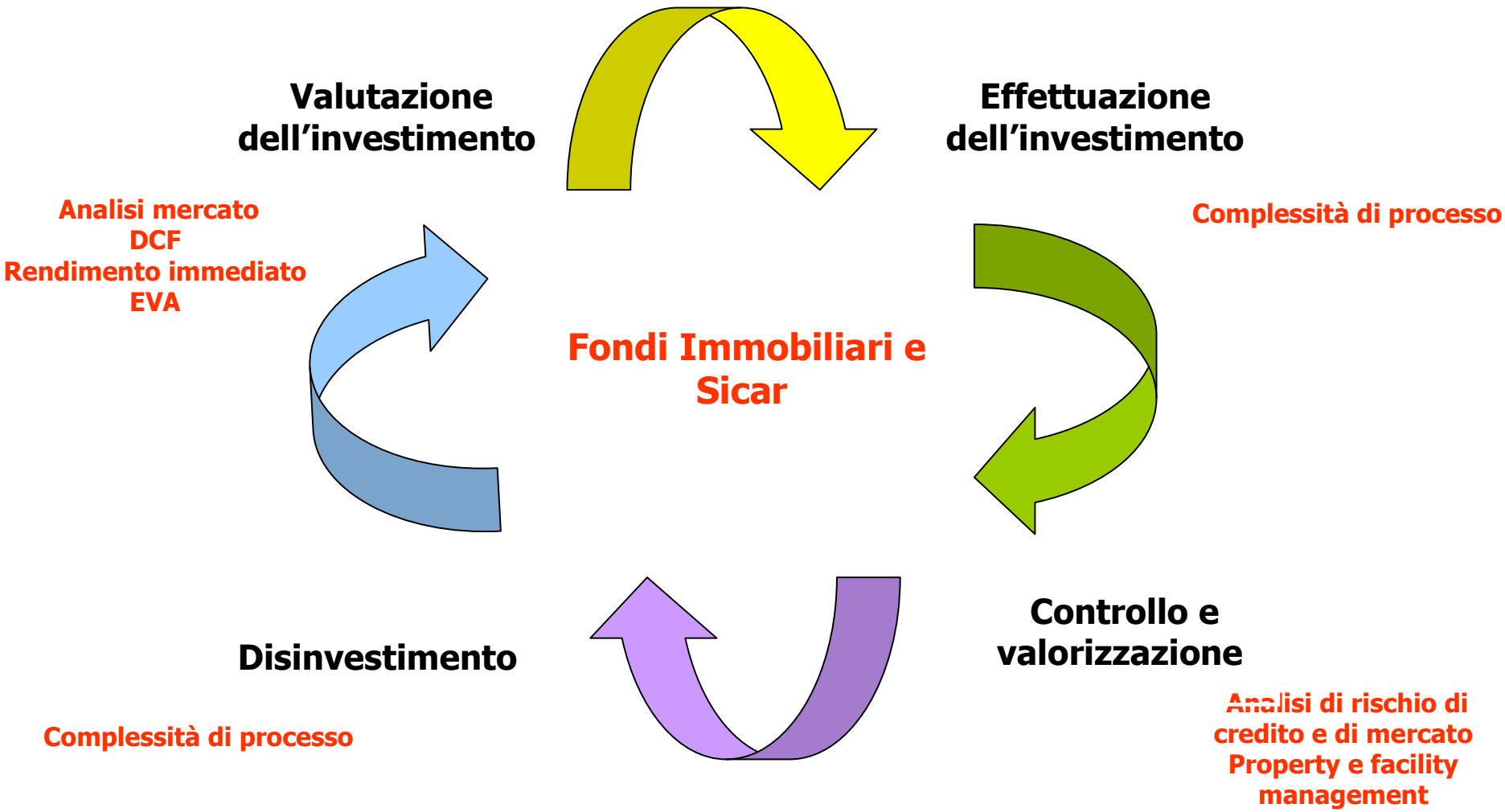


Risulta sempre meno conveniente effettuare investimenti immobiliari a leva
La condizione necessaria per andare a leva è di avere dei rendimenti almeno del 7%

Conclusioni

- Vantaggi e rischi di un investimento immobiliare
- La valutazione dell'investimento immobiliare
- I rischi dell'investimento immobiliare
- Le Sgr immobiliari ed i Fondi immobiliari
- I finanziamenti immobiliari
- Conclusioni

Conclusioni



Conclusioni

L'investimento immobiliare può essere una valida forma di diversificazione del portafoglio della clientela privata

L'investimento immobiliare richiede però una notevole conoscenza di settore in considerazione degli elevati rischi

Un processo di investimento strutturato ed un adeguato sistema di controlli rivestono una importanza centrale

Dal punto di vista normativo si privilegiano forme di investimento indiretto per il tramite di fondi immobiliari e SIIQ (controlli di Banca d'Italia e di Consob)

Nella scelta degli investimenti è opportuno non limitarsi ad una valutazione finanziaria degli immobili ma occorre valutarne l'effettiva sostanza e la eventuale possibile variazione della destinazione d'uso

Ogni immobile ha una sua storia

Ogni tipologia di immobile è analizzabile e valutabile secondo delle linee guida caratteristiche della tipologia

Riferimenti

Alberto Bollea
Accademia Sgr S.p.A.
Amministratore Delegato
MRICS
Piazza Borromeo, 14 – 20123 Milano
Tel. 02/36567.003
bolleaalberto@gmail.com