



I FONDI IMMOBILIARI ITALIANI



Prof. Valter Mainetti
Amministratore Delegato
SORGENTE SGR S.p.A.

Parma, Aprile 2013

☐ **I Fondi Immobiliari Italiani**

- ✓ Principali riferimenti normativi
- ✓ D.Lgs. 58/1998 - Principali contenuti
- ✓ Fondo Comune di Investimento e Fondo Comune di Investimento Immobiliare
- ✓ Tipologie di Fondi immobiliari
- ✓ Oggetto degli investimenti
- ✓ Indebitamento e Frazionamento/Contenimento del rischio
- ✓ I principali soggetti coinvolti nella vita del Fondo
- ✓ Aspetti caratterizzanti SGR – art.34 TUF
- ✓ SGR vs Fiduciarie
- ✓ Controlli interni ed esterni
- ✓ La struttura del Regolamento di gestione
- ✓ Il Regime fiscale
- ✓ Modalità di funzionamento

☐ **La quotazione in borsa**

☐ **Il mercato dei Fondi Immobiliari in Italia**

☐ **La crisi del mercato – cenni**

☐ **L'indice FIUPS**



Principali riferimenti normativi

La nascita delle prime iniziative legislative (1974) sui **fondi immobiliari** è stata dovuta al gran successo ottenuto dai titoli **atipici a contenuto immobiliare**.

I principali riferimenti normativi sono:

- **Legge n.86/1994**: istituisce e disciplina i fondi comuni di investimento immobiliare chiusi
- **Decreto Legislativo n.58/1998 e successive modifiche**: «TUF», al Titolo III disciplina la gestione collettiva del risparmio:
 - ***Decreto Legge n.78/2010 art.32*** (successivamente convertito nella Legge n.122/2010): modifica il D.Lgs n.58/1998 Titolo III, riorganizzando la disciplina fiscale dei fondi immobiliari
 - ***Decreto Legislativo n.47/2012*** di recepimento della Direttiva 2009/65/CE (**UCITS IV**) per gli aspetti riguardanti strutture OICR Master – Feeder e operazioni di fusione e di scissione di OICR
- **Decreto Ministeriale (Ministero dell'Economia e delle Finanze) n. 228/1999 (modificato e integrato con DM n.197/2010)**: Regolamento attuativo dell'art.37 del D.Lgs 58/98 recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento

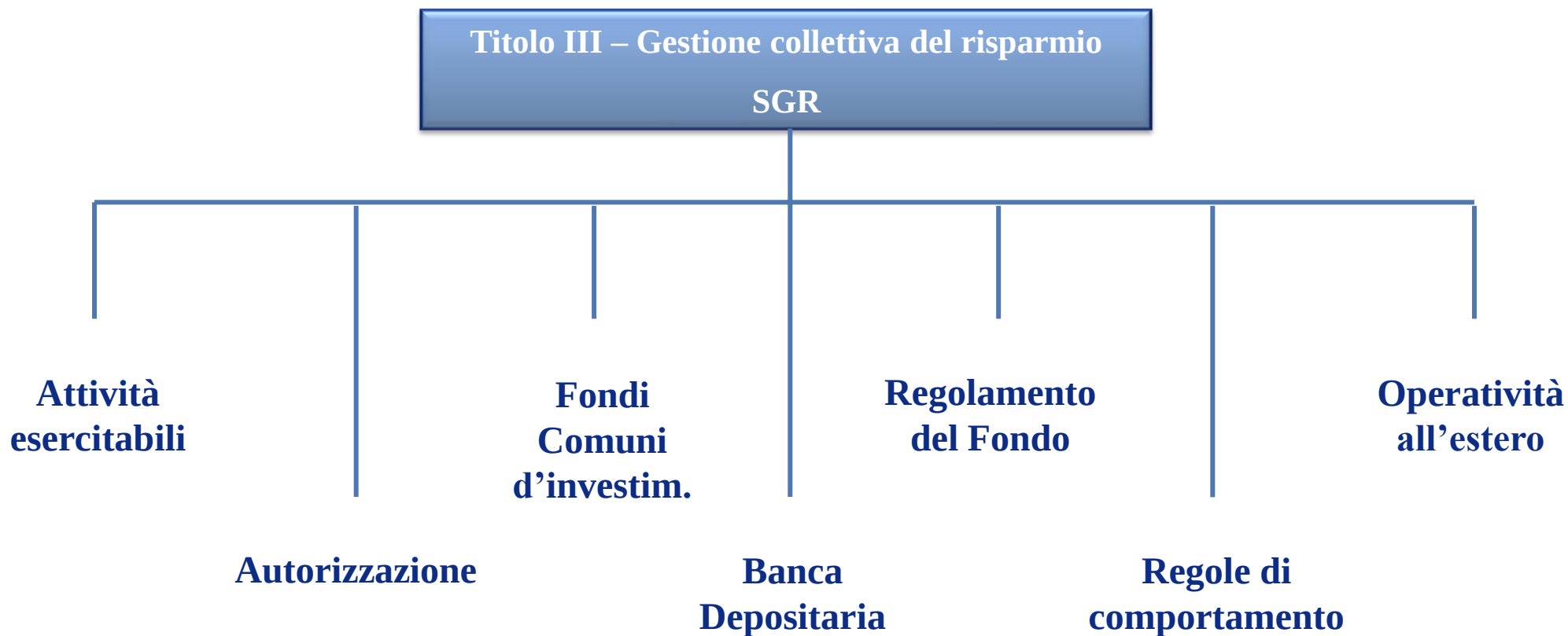


Principali riferimenti normativi

- **Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio**: approvato da Banca d'Italia in data 8 maggio 2012 che abroga e sostituisce il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005
- **Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob del 27 ottobre 2010** (integrato e aggiornato a Luglio 2012): Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio
- **Regolamenti Consob**:
 - 11971 concernente la disciplina degli emittenti (integrato e aggiornato a Febbraio 2012)
 - 16190 in materia di intermediari (integrato e aggiornato a Maggio 2012)
 - 16191 in materia di mercati (integrato e aggiornato a Giugno 2012)
- **Direttiva 2004/39/CE: MIFID**
- **Direttiva 2009/65/CE: UCITS IV**: direttiva concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari che è diventata l'occasione per il Legislatore di rivisitare l'intera normativa di settore
- **Direttiva 2011/61/CE**: disciplina dei Fondi Speculativi e dei Fondi Riservati che dovrà essere **recepita entro Luglio 2013**



D.Lgs. 58/1998 - Principali contenuti





- Art.1 (lettera j) del D.Lgs.n.58/98 (modificato dall'art.32 del DL.78 del 2010 convertito con Legge 122/2010) : «*il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi*»
- Art.36 (comma 6) del D.Lgs.n.58/98: il fondo comune di investimento è «*patrimonio autonomo*» ovvero patrimonio «*distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società*»
- Art.1 del D.Lgs.n.58/1998 (lettera m): i «fondi comuni d'investimento» sono «**organismi di investimento collettivo del risparmio**» (OICR)



- Art.1 del D.Lgs.n.58/1998 (lettera n): la «gestione collettiva del risparmio» si realizza attraverso:
 - la **promozione, istituzione e organizzazione** di **fondi comuni d'investimento** e l'amministrazione dei **rapporti con i partecipanti**
 - la **gestione** del **patrimonio di OICR**, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili
 - la **commercializzazione** di **quote o azioni di OICR propri**
- Art.36 del D.Lgs.n.58/1998 (comma 1): il **fondo comune di investimento** è gestito dalla SGR che lo ha istituito o da altra SGR
- Art.36 del D.Lgs.n.58/1998 (comma 5): le **SGR** «assumono solidalmente verso i **partecipanti** al fondo gli **obblighi e le responsabilità del mandatario**»
- Sentenza Cassazione n.16605/2010: il fondo comune d'investimento **non** è configurabile quale **soggetto autonomo di diritto**; la **titolarità dei beni** è in capo alla SGR che lo ha istituito



- Art. 50 bis del D.Lgs.n.58/1998: nell'ambito del recepimento della Direttiva UCITS IV, sono state introdotte e regolamentate le strutture «**Master - Feeder**» secondo cui un OICR Feeder può investire le proprie attività, in tutto o in parte, in un altro OICR (OICR master) al verificarsi di determinate condizioni (esistenza di accordi che consentano la disponibilità di documenti e di informazioni; adozione di norme di comportamento in caso di stesso gestore; possesso degli OICR Master-Feeder delle medesime caratteristiche previste dal Regolamento Banca d'Italia).

*Le strutture «**Master - Feeder**» consentono di rendere maggiormente **efficiente** l'attività di gestione in quanto concentrano tale attività su un unico OICR, l'OICR Master, e utilizzano gli OICR Feeder, tarati sulle esigenze dei singoli mercati domestici, come bacini di raccolta del risparmio.*

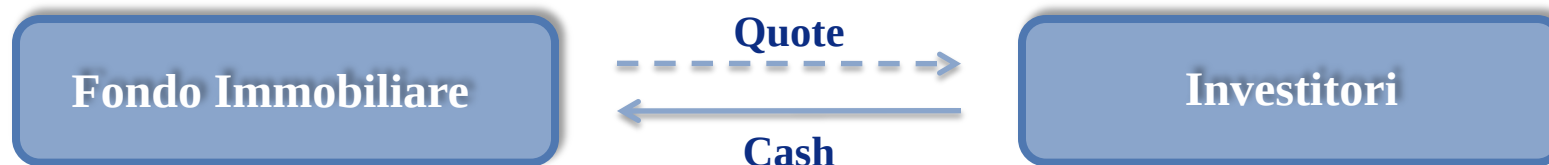


Fondo Comune di Investimento Immobiliare

Il Fondo Comune di Investimento Immobiliare è una comunione indivisa di beni che gestisce in “monte” i conferimenti dei singoli sottoscrittori» (M. Breglia)

Il Fondo Comune di Investimento Immobiliare è:

- un **patrimonio autonomo privo di soggettività giuridica** che si caratterizza per:
 - ❑ la **suddivisione in quote di uguale valore unitario**
 - ❑ la **sottoscrizione** da parte di una **pluralità di investitori**
 - ❑ la **gestione** da parte della **SGR** nell'**interesse dei partecipanti e in autonomia dei medesimi**
 - ❑ la **gestione da parte di un intermediario professionale** (SGR), che assume verso i sottoscrittori le responsabilità del mandatario
 - ❑ la **diversificazione degli investimenti**
- un **OICR** (Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio) attraverso il quale si realizza la gestione collettiva del risparmio
- **specializzato in modo esclusivo o prevalente nell'investimento immobiliare e precisamente in:** *beni immobili, diritti reali immobiliari ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di altri fondi immobiliari anche esteri (art.1, lettera d-bis, DM n. 228/1999)*



Il fondo immobiliare ha un rendimento legato all'incasso dei canoni di locazione e al realizzo di plusvalenze sulla cessione degli immobili che hanno completato il loro ciclo di valorizzazione.

La selezione e la gestione degli immobili è affidata ai professionisti della Società di Gestione del Risparmio (SGR).



Il **vantaggio** di quest'operazione di finanza immobiliare risiede nella possibilità per i risparmiatori di **accedere, con capitali limitati, all'investimento immobiliare**.



Tipologie di Fondi immobiliari

FORMA

CHIUSO

Il diritto al rimborso delle quote ai partecipanti viene riconosciuto solo a scadenze predeterminate

SEMICHIUSO

Il diritto al rimborso dei partecipanti viene riconosciuto in occasioni di emissioni successive di quote

SEMIAPERTO

E' possibile, per un nuovo investitore, entrare in presenza di emissioni successive di quote

TIPOLOGIA

«A RACCOLTA»

I soggetti interessati a partecipare a un fondo possono sottoscrivere le quote del fondo mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione

AD APPORTO

La sottoscrizione può avvenire, in tutto o in parte, attraverso il conferimento di beni immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari



**RISERVATO A
INVESTITORI
QUALIFICATI**

INVESTITORI

Clienti professionali privati (Banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi, fondi pensione e società di gestione di tali fondi, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari, agenti di cambio, imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società determinati requisiti dimensionali) e il cliente professionale pubblico (Governo della Repubblica e la Banca d'Italia)

RETAIL

Sottoscrittori del pubblico risparmio

DEBITO

SPECULATIVO

Possono derogare ai limiti di indebitamento. Fondi istituiti e gestiti da una SGR, devono avere quote di valore > € 500.000



Oggetto degli investimenti

- Almeno i **2/3 del valore complessivo** del fondo devono essere costituiti da **beni immobili, diritti reali immobiliari** (inclusi quelli derivanti da **contratti di leasing immobiliare** con natura traslativa e da **rapporti concessori**), **partecipazioni in società immobiliari** e **parti di fondi immobiliari**, anche esteri (*investimento tipico*)

il limite dei 2/3 scende al 51% se almeno il 20% del valore complessivo è investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare

- Si può investire la **parte eccedente** del patrimonio in **strumenti finanziari quotati o non, depositi bancari, crediti, titoli rappresentativi di crediti e altri beni** per i quali **esiste un mercato** e che abbiano un **valore determinabile con certezza** (*investimento residuale*).

Indebitamento:

I Fondi **possono indebitarsi fino al:**

- **60%** del valore dei **beni immobili**, dei **diritti reali immobiliari**, **partecipazioni** in **società immobiliari** e delle **parti di fondi immobiliari** anche esteri
- **20%** del valore degli **altri beni** (ad es. liquidità e investimenti residuali)

I Fondi Speculativi possono derogare ai suddetti limiti

Il valore degli immobili dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari da utilizzare come riferimento per calcolare il **limite di indebitamento** dei Fondi, è pari alla **media tra il costo storico e il valore determinato in base ai criteri di valutazione del patrimonio del fondo.**

Qualora il **valore attuale degli immobili** sia **inferiore al costo storico** degli stessi (e resti tale per almeno un esercizio), il valore di riferimento per calcolare il limite di indebitamento è il **valore attuale**



Frazionamento e Contenimento del rischio

Frazionamento e contenimento del rischio

I Fondi **non possono investire** (direttamente o indirettamente):

- **oltre 1/3 delle proprie attività in un unico bene immobile**, con caratteristiche urbanistiche funzionali unitarie
- **oltre il 10% del totale delle attività del fondo in società immobiliari** che prevedono nel proprio oggetto sociale la possibilità di **svolgere attività di costruzione**

I Fondi Speculativi e i Fondi Riservati a investitori qualificati possono derogare ai suddetti limiti

I **limiti di concentrazione dei rischi** vanno verificati tenendo conto delle sottoscrizioni iniziali e dei rimborsi parziali effettuati dal fondo a favore di tutti i partecipanti in misura proporzionale al valore delle quote dai medesimi detenute.

I principali soggetti coinvolti nella vita del Fondo





Aspetti caratterizzanti SGR - art. 34 TUF

- **Società per Azioni**
- Sede Legale e Direzione Generale **in Italia**
- **Capitale sociale versato** di almeno **1 milione** di euro
- Requisiti di **professionalità, indipendenza e onorabilità** degli **esponenti aziendali** (amministratori, sindaci, direttore generale)
- Requisiti di **onorabilità** dei **soci**
- **Struttura del gruppo** di cui fa parte **non** sia tale da **pregiudicare** l'esercizio della **vigilanza**
- Autorizzazione e **iscrizione all'albo**
- **Bilancio certificato**



SGR

- ha delega di gestione
- autonomia decisionale
- responsabilità mandatario
- capitale sociale minimo € 1.000.000
- autorizzata dalla Banca d'Italia sentita la Consob

FIDUCIARIA

- è un rapporto di intestazione
- esegue istruzioni
- responsabilità mandante
- capitale sociale minimo € 240.000
- autorizzata da Ministero dello Sviluppo Economico e vigilata dalla Banca d'Italia



* Per i fondi quotati



Controlli interni – Focus Sorgente SGR

INTERNAL AUDIT

Funzione aziendale che valuta l'**affidabilità** e la **funzionalità** del **sistema di controllo interno** della SGR attuando controlli specifici sull'efficacia e sull'adeguatezza delle misure e delle procedure poste in essere dalla società (anche in materia di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo) per il corretto svolgimento dei servizi e delle attività dalla stessa prestati

ORGANISMO DI VIGILANZA

L'Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/01 è l'organo incaricato di vigilare sul **funzionamento**, sull'**efficacia** e sull'**osservanza** del **modello di organizzazione e di gestione** adottato dalla società al fine di prevenire i reati identificati dal menzionato D. Lgs., nonché di curarne il costante e tempestivo aggiornamento

RISK MANAGEMENT

Funzione aziendale che collabora alla **definizione del sistema di gestione del rischio nell'ambito degli OICR**, presidiandone il funzionamento; **in particolare** implementa il sistema di valutazione e monitoraggio dei rischi assunti nell'attività di gestione; verifica il rispetto dei limiti all'assunzione dei rischi ed indica **le linee di gestione e azioni di mitigazione**.



COMPLIANCE E ANTIRICICLAGGIO

Funzione aziendale che opera un **controllo preventivo** di **conformità** e successivo di **coerenza** sull'**impianto regolamentare** e **procedurale interno**. Alla funzione è demandato il compito di gestire anche i rischi «riciclaggio» e «finanziamento del terrorismo»

COLLEGIO SINDACALE

Organo di controllo che vigilia sull'**osservanza** della **legge** e dell'**atto costitutivo**, sul rispetto dei principi di **corretta amministrazione**, sull'**adeguatezza** della **struttura organizzativa** della società relativamente al **sistema di controllo interno** e al **sistema amministrativo contabile**; sulle modalità di concreta **attuazione** delle **regole di governo societario**.



La struttura del Regolamento di Gestione

REGOLAMENTO DI GESTIONE

SCHEDA IDENTIFICATIVA

- ✓ Denominazione e tipologia
- ✓ Durata
- ✓ SGR
- ✓ Banca Depositaria
- ✓ Calcolo valore quota
- ✓ Comparti / classi di quote
- ✓ Quotazione

CARATTERISTICHE DEL PRODOTTO

- ✓ Scopo
- ✓ Oggetto e politica di investimento
- ✓ Limiti alle operazioni con parti correlate
- ✓ Proventi, risultati della gestione e modalità di ripartizione
- ✓ Regime delle spese

MODALITA' DI FUNZIONAMENTO

- ✓ Soggetti
- ✓ Sostituzione della SGR
- ✓ Partecipazione al fondo
- ✓ Sottoscrizione/rimborso quote
- ✓ Certificati di partecipazione
- ✓ Modifiche del Regolamento
- ✓ Liquidazione del Fondo
- ✓ Prospetti contabili
- ✓ Informativa al pubblico

Il Regolamento si intende approvato decorsi 3 mesi dalla data di ricezione della domanda completa della documentazione necessaria da parte della Banca d'Italia (ovvero entro 60 giorni se redatto secondo lo schema semplificato o secondo il testo del regolamento di un altro fondo operativo istituito dalla SGR).

Il contenuto del Regolamento del Fondo è disciplinato dall'art.39 del TUF, da cui è stata eliminata la previsione di un contenuto minimo dei Fondi Riservati e dei Fondi Speculativi (per tale tipologia di fondi inoltre non è previsto il benessere preventivo della Banca d'Italia).



La normativa vigente, nella determinazione del **regime fiscale** applicabile ai Fondi Immobiliari, distingue tra:

- **Investitori «istituzionali»**, ovvero qualora il fondo sia partecipato esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti (anche se esteri ove istituiti in paesi *white list*):
 - Stato o ente pubblico
 - Organismi d'investimento collettivo del risparmio
 - Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria
 - Imprese di assicurazione (per gli investimenti a copertura delle riserve tecniche)
 - Intermediari bancari e finanziari
 - Enti privati con finalità mutualistiche e società cooperative residenti in Italia
 - Veicoli partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti sopraindicati.

- **Investitori «non istituzionali»**, ovvero tutti gli investitori diversi dagli investitori «istituzionali»



- Il Fondo **non è soggetto** né alle **imposte sui redditi** né all'**IRAP**
- La **tassazione** è prevista **in capo ai partecipanti** e non in capo al fondo

FONDI PARTECIPATI DA INVESTITORI «ISTITUZIONALI»

➤ La tassazione (**20%**) è prevista **al momento della percezione** dei proventi distribuiti sotto forma di **dividendi** e sulle **plusvalenze realizzate** attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote

- a **titolo di acconto** per chi esercita **attività di impresa commerciale**
- a **titolo di imposta** per gli **altri soggetti**

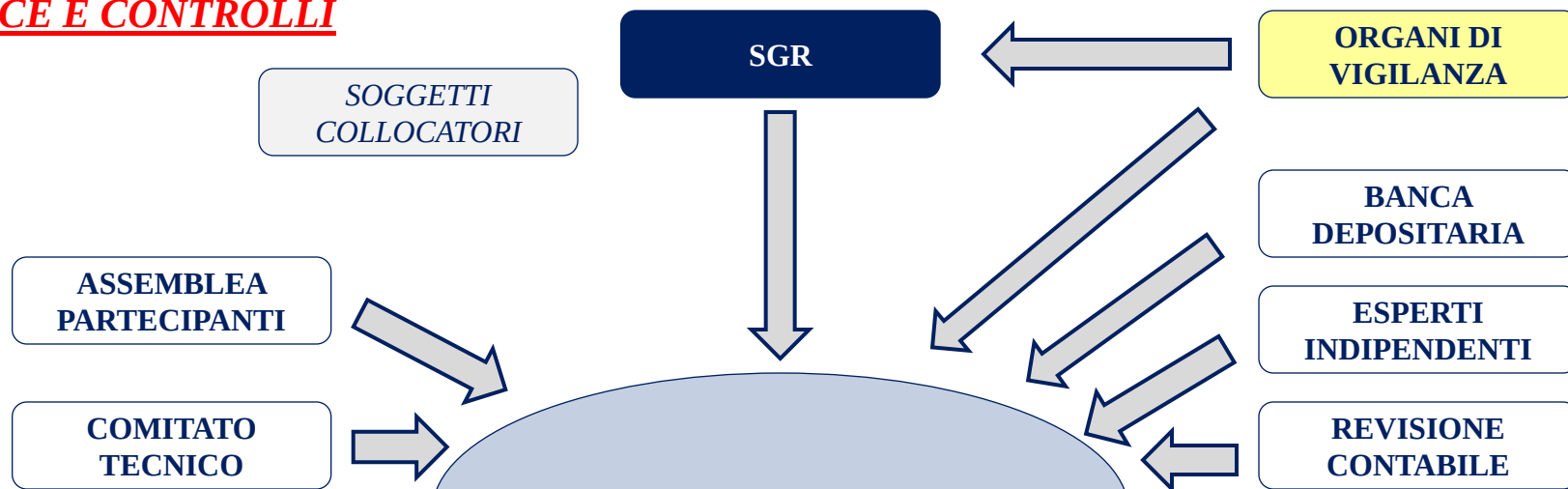
FONDI PARTECIPATI DA INVESTITORI NON «ISTITUZIONALI»

- **Partecipazione > 5%:** redditi, ancorché non percepiti, imputati per trasparenza (concorrono così alla formazione del reddito complessivo del partecipante) in proporzione alle quote possedute. Nel calcolo dei redditi non rientrano i proventi/oneri da valutazione
- **Partecipazione < 5%:** redditi percepiti sono tassati allo stesso modo dei redditi dei Fondi Partecipati da Investitori «Istituzionali».



Modalità di funzionamento

GOVERNANCE E CONTROLLI



GESTIONE IMMOBILIARE





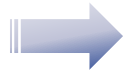
La quotazione in borsa



La quotazione in borsa

- Il **regolamento** di ciascun fondo deve **indicare** se per le quote è **prevista** la **quotazione** nel mercato regolamentato (*MIV* – Mercato degli Investment Vehicles)
- La **richiesta di quotazione** è **obbligatoria** per i fondi chiusi che prevedono un **ammontare minimo** di sottoscrizione **inferiore ai 25.000 €**
- La richiesta di ammissione delle quote alla negoziazione deve essere **effettuata** dalla SGR **entro 24 mesi** dalla chiusura dell'offerta o dal completamento del collocamento

 La quotazione offre al piccolo risparmiatore la possibilità di liquidare la propria partecipazione al fondo in ogni momento

 La figura dello **specialist** garantisce la liquidità delle **quote** esponendo continuamente sul mercato proposte di acquisto e di vendita che non si discostino tra di loro di una percentuale (spread) superiore a quella stabilita da Borsa Italiana nel provvedimento di inizio negoziazioni



Procedura di ammissione alla quotazione

FASI PRINCIPALI

1

Nomina sponsor

- Lo sponsor può essere una banca e le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie
- Lo sponsor presenta la società in Borsa e la segue durante l'iter di quotazione
- Lo sponsor adempie gli impegni previsti (pubblicazione di due analisi finanziarie all'anno, organizzazione di due incontri annui tra emittente e investitori)

2

**Accettazione
Borsa Italiana**

- Entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana ammette o rifiuta la domanda
- Contestualmente, comunica la decisione alla Consob

3

**Deposito prospetto
presso CONSOB**

- L'efficacia della delibera di ammissione ha validità 6 mesi ed è subordinata al deposito del prospetto di quotazione presso la Consob

4

**Perfezionamento
ammissione**

- Borsa Italiana, accertata la messa a disposizione del pubblico del prospetto informativo, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e ne informa il pubblico tramite proprio avviso

5

**Possibile revoca
ammissione**

- Borsa Italiana deve essere informata di ogni fatto che possa influenzare la valutazione degli strumenti finanziari che si verificano nel periodo tra la delibera di ammissione e l'inizio delle negoziazioni, pena la revoca dell'ammissione



Requisiti per l'ammissione

REQUISITI



- La SGR deve aver redatto e pubblicato almeno un rendiconto semestrale del Fondo
- Il regolamento deve prevedere la quotazione dei certificati rappresentativi delle quote del Fondo
- Adesione ad un sistema di gestione accentrata presso cui gli strumenti finanziari sono registrati nei conti titoli degli intermediari (Monte Titoli)



Doveri di informazione

Network Information System

sistema informatizzato usato da **Borsa Italiana** per la trasmissione in tempo reale delle informazioni

Rendiconto / Relazione semestrale

Eventi rilevanti

Operazioni compiute da soggetti rilevanti

Internet

sistema usato da **Consob** per la trasmissione in tempo reale delle informazioni

Relazione sui reclami

Documenti contabili

Pubblicità



Criticità connesse alla quotazione

1

La **scarsa liquidità** dello strumento **non** ha consentito che si sviluppasse un **effettivo mercato secondario delle quote**

2

Pochi scambi quotidiani

3

Un sistematico **sconto** del valore di mercato delle quote rispetto all'ultimo valore patrimoniale netto (NAV)

4

Scarsa rappresentatività dello sconto sul NAV come indicatore di qualità



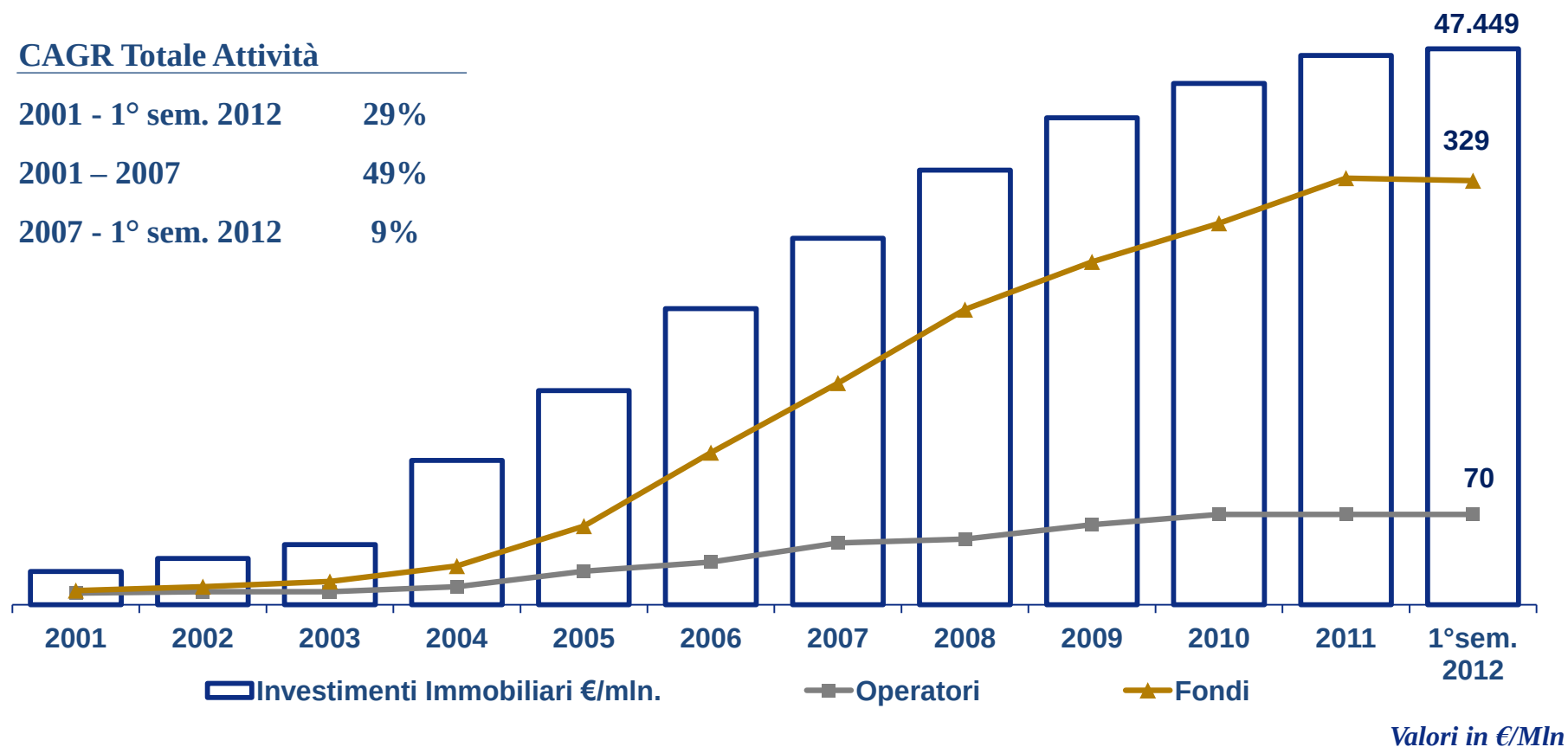
Alcuni operatori hanno chiesto l'introduzione anche in Italia dei fondi immobiliari aperti o l'introduzione di meccanismi di flessibilità maggiore



Il mercato dei Fondi Immobiliari in Italia

Il mercato dei fondi immobiliari italiani – Crescita

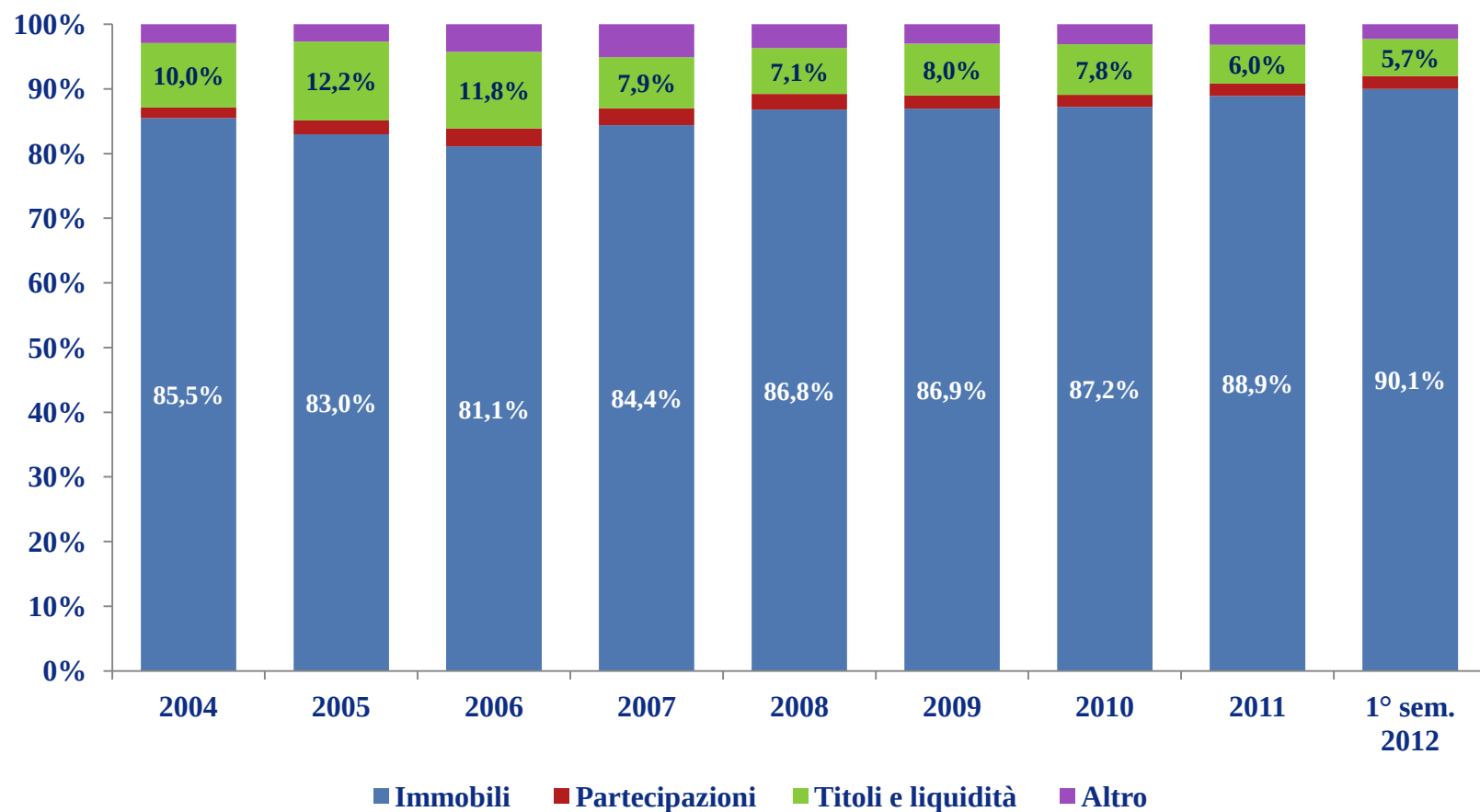
Nonostante la crisi finanziaria ed economica internazionale, il mercato dei fondi immobiliari in Italia, a giugno 2012, continua a registrare una crescita raggiungendo un **Totale Attivo Gestito superiore a 47 miliardi di euro**.





Il mercato dei fondi immobiliari italiani – Composizione delle attività

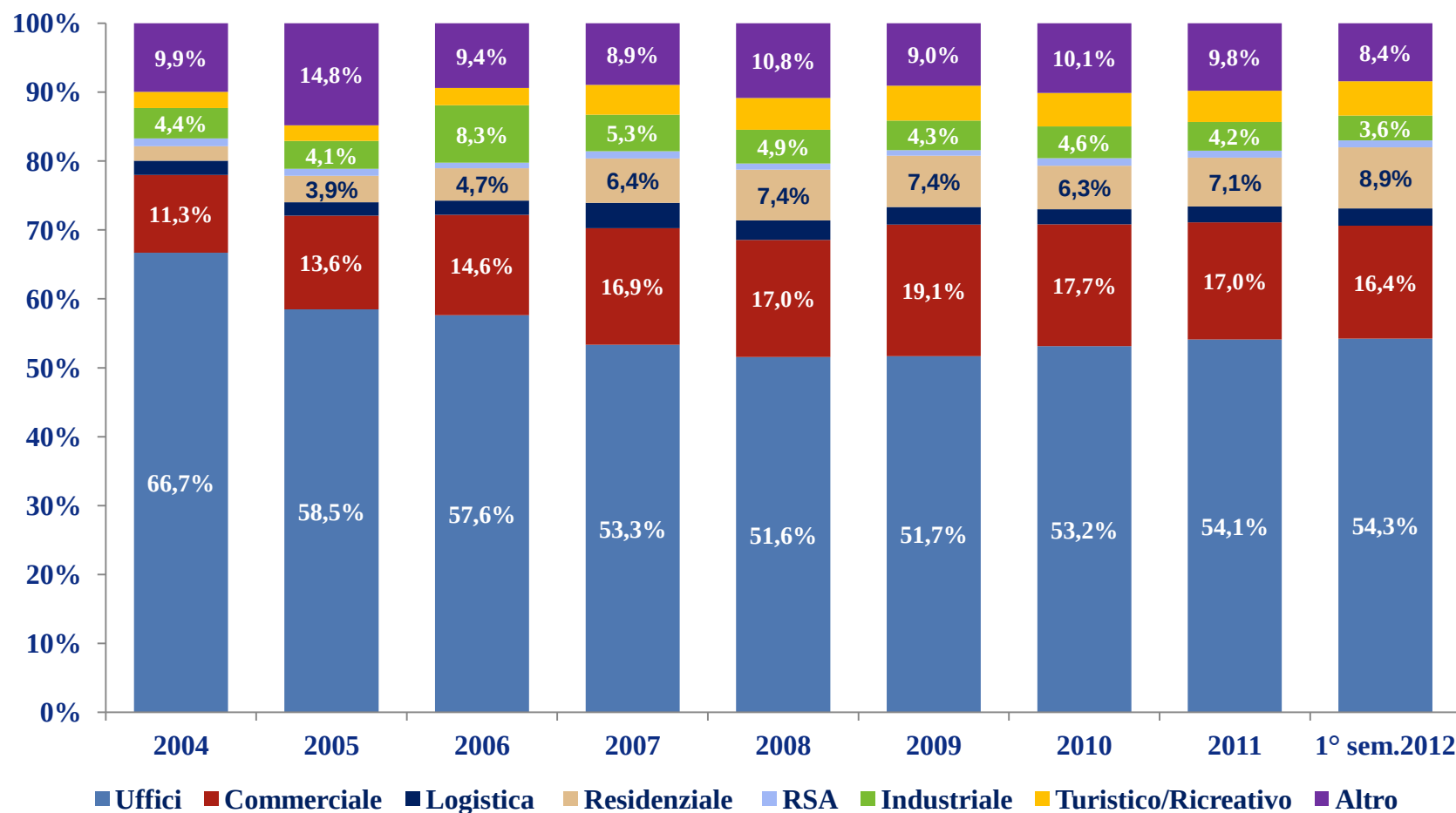
Relativamente alla composizione del patrimonio, alla **fine del primo semestre 2012** si rilevano valori in linea con gli anni passati con una consistente incidenza degli **immobili (90,1%)** rispetto a **valori mobiliari e liquidità (5,7%** rispetto al totale), **partecipazioni di controllo** in società immobiliari e degli altri investimenti (rispettivamente **2%** e **2,3%** rispetto al totale)





Il mercato dei fondi immobiliari italiani – Asset allocation per destinazione d'uso

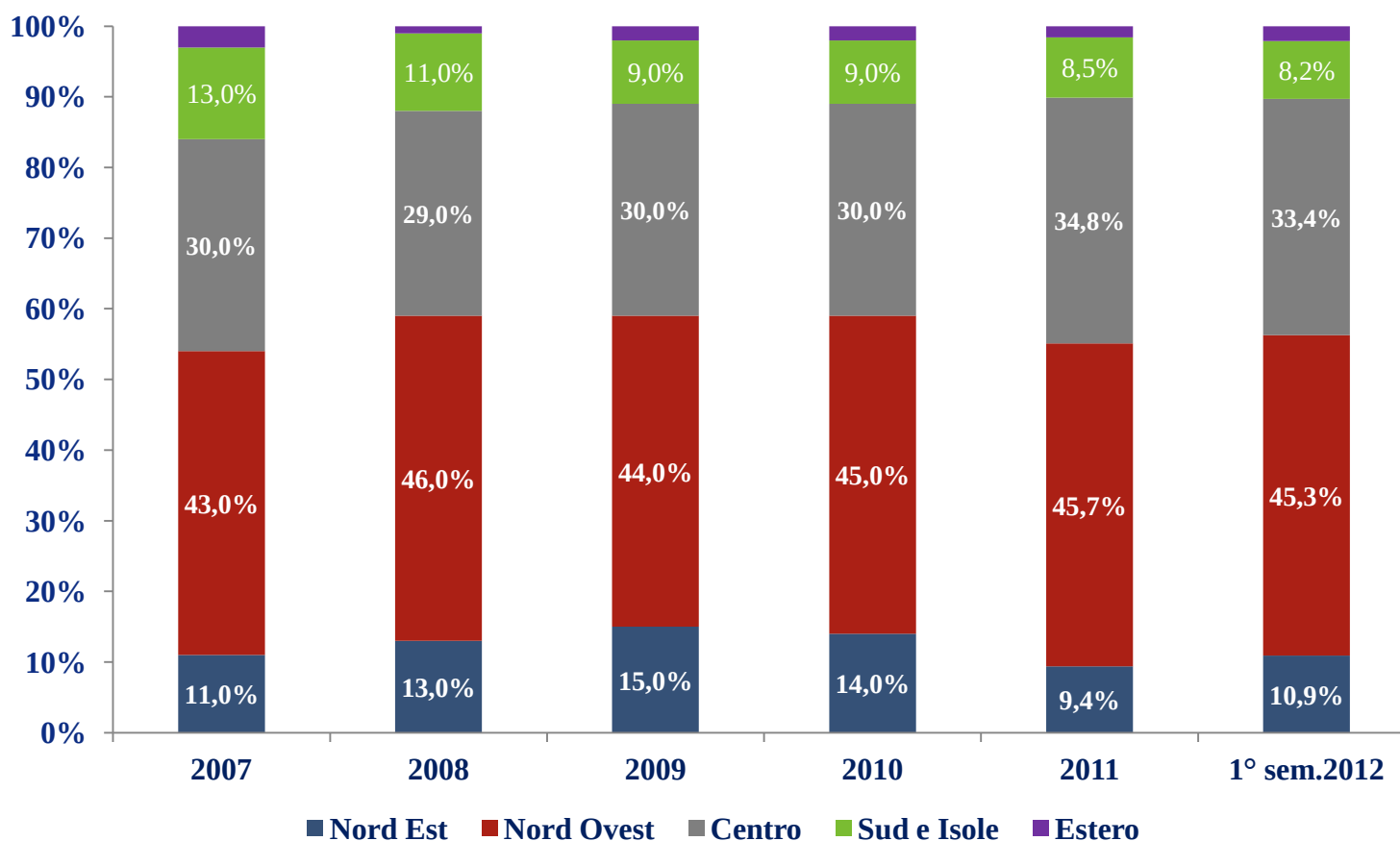
La ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso alla **fine del primo semestre 2012** è in linea con gli anni precedenti e vede ancora **prevalere immobili ad uso “Uffici”** (54,3% rispetto al totale) e immobili del settore **“Commerciale”** (16,4% rispetto al totale).





Il mercato dei fondi immobiliari italiani – Asset allocation area geografica

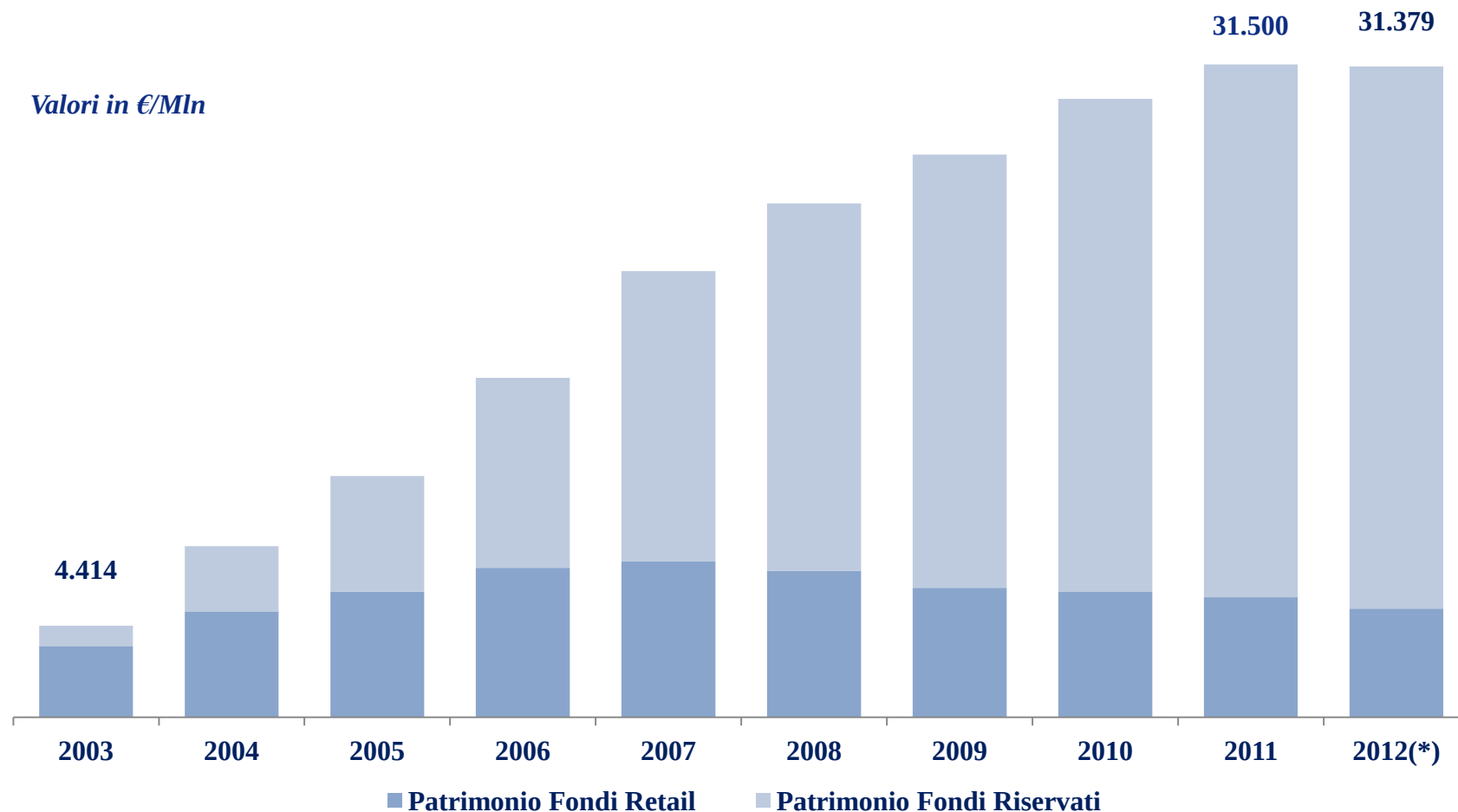
Relativamente alla ripartizione degli investimenti per area geografica alla **fine del primo semestre 2012**, vi è una **prevalenza del Nord Ovest (45% rispetto al totale)**, seguito dal **Centro (33% rispetto al totale)** e dal **Nord Est (11% rispetto al totale)**. In leggero calo gli investimenti nel **Sud e Isole (8% rispetto al totale)** e all'**Estero (2% rispetto al totale)**.





Il mercato dei fondi immobiliari italiani – Patrimonio netto per tipologia di Fondi

Alla **fine del primo semestre 2012** (dato confermato dalle stime per il secondo semestre 2012, in attesa dei dati definitivi), si registra una leggera **contrazione** nel Patrimonio netto complessivo dovuta principalmente al decremento del Patrimonio netto dei **Fondi Retail**. I **Fondi Riservati** invece, hanno confermato il trend crescente degli ultimi esercizi.



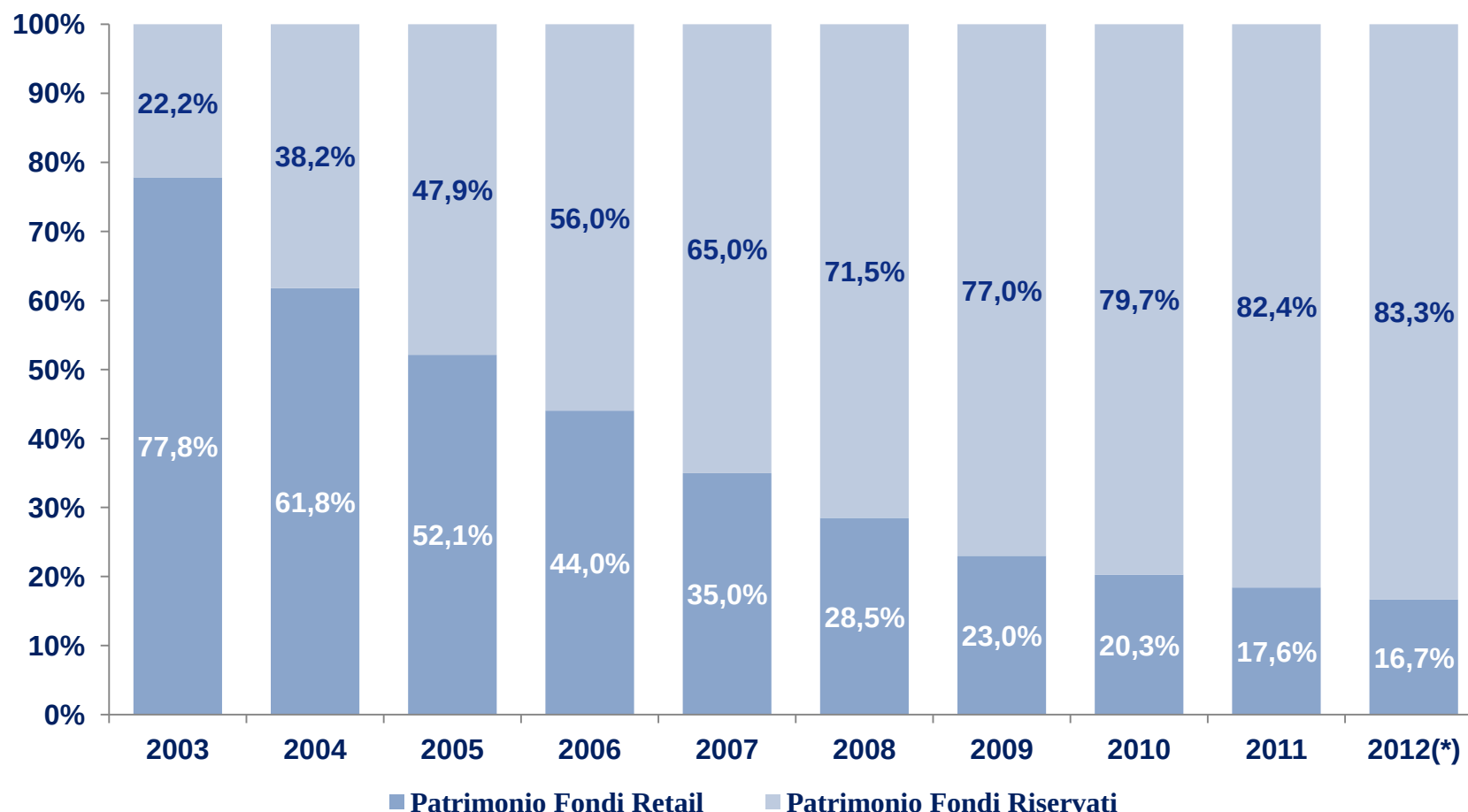
Fonte: Nomisma

* i dati del secondo semestre 2012 sono stimati da Nomisma sulla base dei dati del primo



Il mercato dei fondi immobiliari italiani – Percentuale di Patrimonio netto per tipologia di Fondi

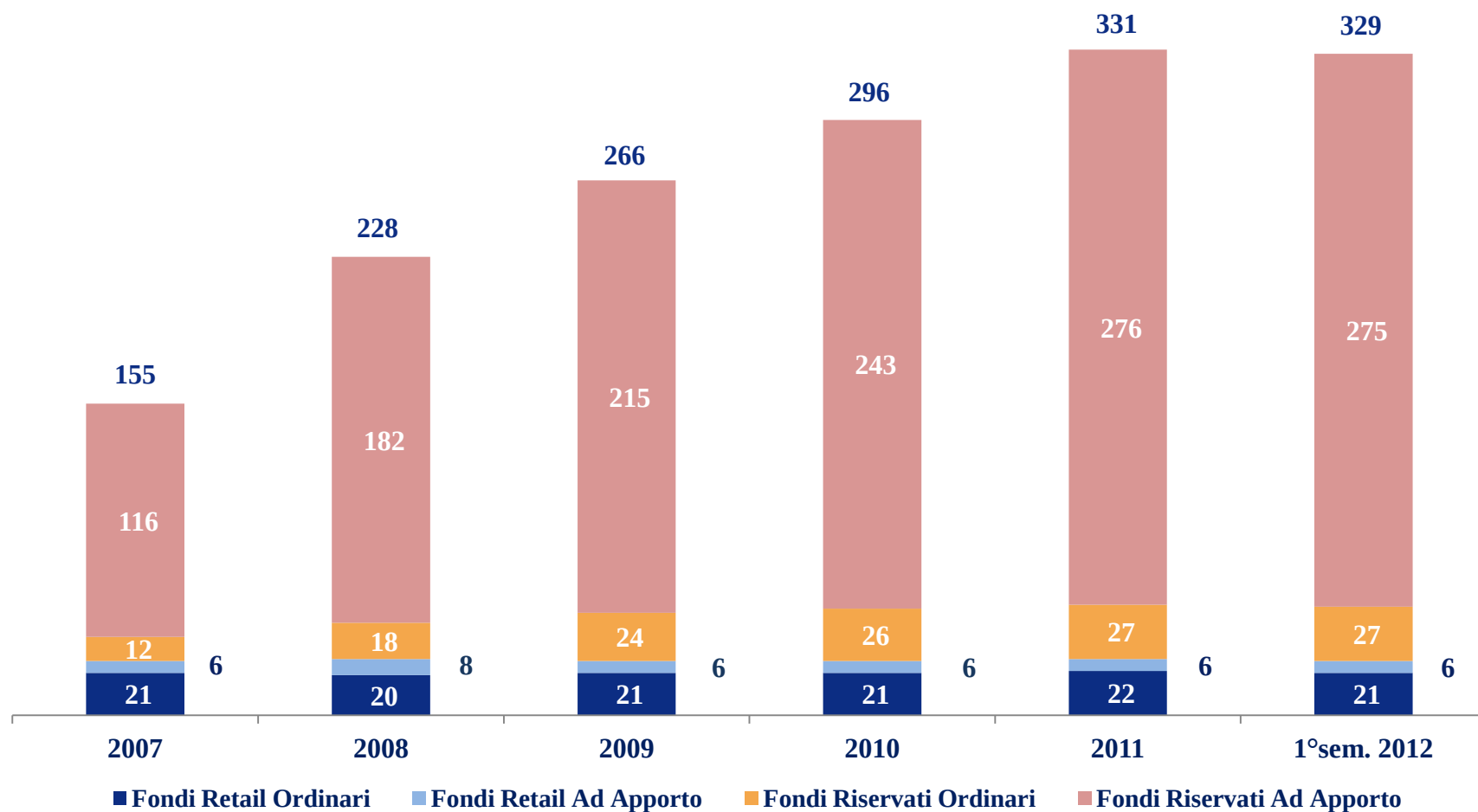
Alla fine del **primo semestre 2012** (dato confermato dalle stime per il secondo semestre 2012, in attesa dei dati definitivi), si registra un decremento del Patrimonio netto dei Fondi Retail (al 16,7% rispetto al 17,6% del 2011) rispetto ad una **crescita** del Patrimonio netto dei **Fondi Riservati** (al 83,3% rispetto all'82,4% del 2011).





Il mercato dei fondi immobiliari italiani – Numero di fondi per tipologia

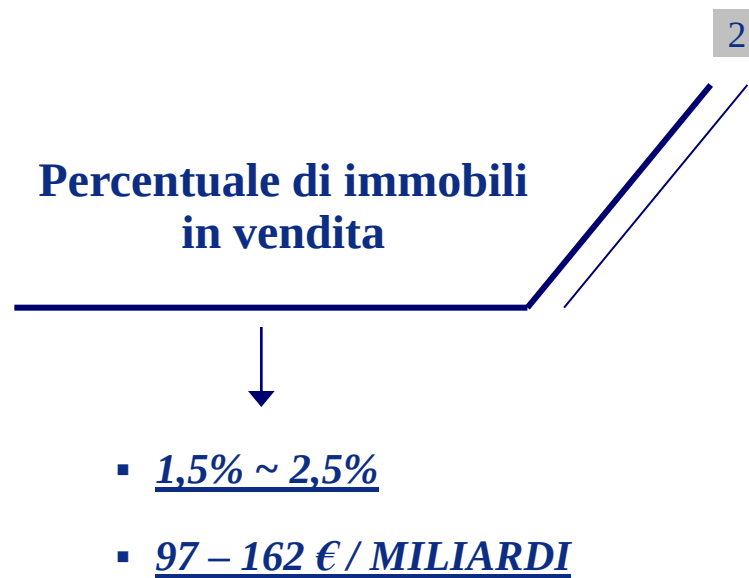
A fronte di una crescita complessiva continua del numero totale dei Fondi operativi nel 2011, alla fine del **primo semestre 2012**, non si registrano sostanziali variazioni nel numero di fondi, risultando gli stessi pressoché in linea con la chiusura dell'esercizio precedente.





Il mercato immobiliare italiano - prospettive

MERCATO IMMOBILIARE IN APNEA



Il valore dell'attivo gestito dei Fondi Immobiliari italiani è di 47 miliardi di euro, pari a circa lo 0,7% del valore stimato del mercato immobiliare italiano



La crisi del mercato - cenni



I mutui Sub-Prime

I **mutui Sub-Prime** sono mutui residenziali che non soddisfano i requisiti dei mutui *Prime*, quali:

- ✓ il DTI - *Debt-Service To Income* ovvero il rapporto tra la rata del mutuo e il reddito disponibile inferiore al **55%**
- ✓ il LTV – *Loan To Value* ovvero il rapporto tra il prestito e il valore dell'immobile inferiore a **85%**

La crescita del mercato dei mutui *Sub-Prime* è stata intensa a partire dal 2001 avendo raccolto sia il consenso delle **banche** (dati gli ampi margini di profitto) sia della **clientela** (data la possibilità per i prenditori a basso reddito di pagare all'inizio una rata più bassa della quota interessi, e successivamente, di capitalizzare gli interessi non pagati su un nuovo mutuo concesso sulla base di un maggiore valore dell'immobile cauzionale)

Nonostante l'interesse dimostrato dagli attori del mercato, a fine 2007 la percentuale dei mutui Sub-Prime sul complesso dei mutui ipotecari USA (circa 10.000 miliardi di dollari) non supera il **18%** del totale, vale a dire un volume complessivo di circa **1.800 miliardi** di dollari.



2006 – L'inizio della crisi legata ai mutui Sub-prime

- ✓ Il meccanismo dei mutui Sub-Prime si reggeva sul presupposto che i prezzi delle abitazioni fossero crescenti
- ✓ A fine 2006 la discesa dei prezzi delle case e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato l'impossibilità per i debitori sub-prime di rinegoziare i mutui comportando ritardi nel saldo delle rate

Le cifre della crisi

- ✓ Nonostante il clamore suscitato, il problema economico direttamente legato ai mutui Sub-Prime è di contenuta entità, coinvolgendo non più di 250 mila famiglie americane che presentavano, a metà 2007, rate non pagate da oltre 90 giorni.
- ✓ Inoltre, trattandosi di mutui ipotecari, i mutui sono comunque garantiti dall'immobile stesso su cui grava l'ipoteca

Vista la contenuta entità del problema direttamente legato ai mutui Sub-Prime da dove nasce il problema che ha mandato in tilt i mercati finanziari?



I mercati legati ai mutui sub-prime

Il mercato finanziario (o del “cash”) legato ai mutui Sub-prime

- ✓ Le banche nel tempo hanno venduto i crediti derivanti dalla concessione dei mutui *Sub-Prime* a società appositamente costituite (SPV – Special Purpose Vehicle) che per finanziarsi hanno emesso delle obbligazioni (ABS - Asset Backed Securities) divise in tranches con rating diverso (AAA, AA1, ..., BB) a seconda del merito di credito (Basso rating -> Alto Rischio -> Alto Rendimento)
- ✓ Le diverse tranches di ABS sono state acquistate sul mercato dagli investitori
- ✓ Gli investitori, a loro volta, hanno strutturato le diverse tranches di ABS in ulteriori veicoli finanziari venduti sul mercato tramite CDO (Collateralized Debt Obligation)

Il mercato dei derivati di credito legato ai mutui Sub-prime

- ✓ In parallelo al mercato del “cash” anche il mercato dei derivati del credito (CDS – Credit Derivatives) ha esteso la propria attività intorno ai mutui Sub-Prime, vendendo e comparando “protezione” (di fatto una “assicurazione”) anche sui rischi correlati ai crediti derivanti dai mutui Sub-prime.



I perché di una crisi globale

- ✓ *Gli strumenti utilizzati nel mercato del “cash” (ABS, CDO) hanno di fatto facilitato l'estrema diffusione e parcellizzazione dei crediti derivanti dai mutui Sub-Prime*
- ✓ *I derivati di credito hanno comportato la moltiplicazione (peraltro non quantificabile) dell'esposizione ai rischi legati a questa tipologia di crediti*



Il rischio, che in partenza riguardava due soggetti ben definiti, la famiglia americana da un lato e la società finanziaria dall'altro, è stato esteso e proiettato sulla scena globale

La discesa dei prezzi delle case ed il timore del rallentamento dell'economia reale hanno fatto il resto, comportando tensioni e incertezze nei mercati finanziari che hanno amplificato in maniera esponenziale un problema economico-finanziario di contenuta entità. Il problema, quindi, non è economico (visto che alla base vi sono le ipoteche sugli immobili) non è finanziario (vista l'entità delle rate non pagate) ma risiede nell'emotività stessa dei mercati



Gli eventi principali dall'inizio della crisi legata ai mutui Sub-prime - Europa

- ❑ La bolla immobiliare americana ed il successivo **fallimento di Lehman Brothers** provocarono **ripercussioni economico-finanziarie a livello mondiale**. I titoli della Lehman Brothers, infatti, erano nell'attivo di un considerevole numero di banche, istituti finanziari, imprese di assicurazioni, ecc.
- ❑ La **produzione industriale** in Europa a partire dall'autunno del **2008** calò bruscamente, per ridursi ulteriormente l'anno successivo con una pesante **recessione** che colpì l'intero **mondo occidentale**.
- ❑ Nella prima parte del **2009** la Banca Centrale Europea proseguì la fase di ribassi dei tassi di interesse ufficiali che aveva iniziato nell'ottobre dell'anno precedente. L'istituto centrale continuò, inoltre, ad attuare **interventi "non convenzionali"**, introdotti nell'ottobre del 2008, finalizzati a favorire il **funzionamento del mercato interbancario**, a **sostenere i bilanci delle banche** e ad allentare le condizioni di **finanziamento al settore privato**.
- ❑ A **fine 2009** la crisi diventò anche la **crisi dei debiti sovrani europei** con focus sulla **sostenibilità** del debito pubblico di alcuni paesi; ciò ha determinato l'aumento del “**rischio sovrano**”, l'incremento della **volatilità dei mercati** dovuta all'**azione speculativa** e a percezioni del rischio maggiori.



Gli eventi principali dall'inizio della crisi legata ai mutui Sub-prime - Europa

- ❑ Tra le conseguenze della volatilità dei mercati c'è anche il maggior ricorso ai **derivati**, nati inizialmente come strumento di **copertura** da determinate tipologie di rischi ma usati, in un secondo momento, anche per **speculazioni azzardate**.

Un **derivato** è un **contratto** (o titolo) il cui **prezzo** è basato sul **valore di mercato di uno o più beni c.d.«sottostante»** (tra cui azioni, indici finanziari, valute, tassi d'interesse) e stipulato con finalità di copertura da un rischio finanziario (*hedging*), di arbitraggio (ossia l'acquisto di un prodotto in un mercato e la sua vendita in un altro mercato) o di speculazione.



Tra i **derivati** ci sono anche gli **IRS** (Interest Rate Swap) - balzati agli onori delle cronache grazie al Monte dei Paschi di Siena – quali contratti con cui è possibile scambiare il tasso fisso (ad esempio di un mutuo erogato) con un tasso variabile guadagnando se i tassi salgono oppure scambiare il variabile con il fisso se si pensa che scenderanno.



Se non si punta più sul **prezzo del bene** connesso al derivato ma sulla sua **variazione**, grazie all'utilizzo della «leva finanziaria», ci si espone per un valore superiore al capitale e quindi a un **rischio superiore** in caso di perdita.



La situazione del mercato immobiliare in Italia

- ❑ Uno dei fattori che ha maggiormente determinato il rallentamento del mercato immobiliare italiano è stato quello relativo alla **ridotta accessibilità al mercato del credito**.
- ❑ In Italia la **riduzione** dei **prezzi** correnti degli immobili è risultata di gran lunga la più intensa dall'inizio della crisi ad oggi.
- ❑ Il calo prolungato delle quotazioni è in larga parte da ricondurre alla stretta operata sul versante del credito evidenziata dai dati sull'andamento del rapporto tra acquisto di abitazioni e prestiti e mutui.
- ❑ L'inasprimento della **tassazione** sugli immobili ha contribuito ad alimentare il clima di **sfiducia** e **attendismo**, riducendo l'interesse per l'acquisto soprattutto di immobili diversi dalla prima casa.
- ❑ Le proiezioni per il **biennio 2013-2014** delineano una ulteriore contrazione dei prezzi degli immobili conseguenza del deterioramento ulteriore della situazione economica generale, delle aspettative di reddito delle famiglie, con possibilità di rilancio del mercato immobiliare in presenza di una ripresa delle erogazioni degli istituti di credito.



La situazione del mercato in Italia – L'indice di «illiquidità dei mercati»

La **liquidità di un asset** misura la sua capacità di essere prontamente trasformabile in moneta, senza significative perdite in conto capitale.

Per le loro caratteristiche intrinseche, i **beni immobili** sono ben lontani dall'essere liquidi e, proprio per questa ragione, la valutazione del loro **grado di illiquidità** risulta particolarmente importante.

A tal fine, *Nomisma* ha introdotto un indice che offre una valutazione dell'**illiquidità** che tiene in considerazione i seguenti fattori:

- lo **sconto** che viene praticato sulla transazione rispetto al prezzo iniziale richiesto dal venditore
- il **tempo di vendita** dell'immobile.



L'«**indice di illiquidità**» cresce all'aumentare dello **sconto** e del **tempo di vendita** dell'immobile



La situazione del mercato in Italia – L'indice di «illiquidità dei mercati»

La ridotta accessibilità del mercato immobiliare per le famiglie e le imprese, causa la debole congiuntura economica, la rigidità dei valori e le restrizioni nell'erogazione del credito, si è tradotta in **tempi medi di vendita e di locazione sempre più dilatati**.

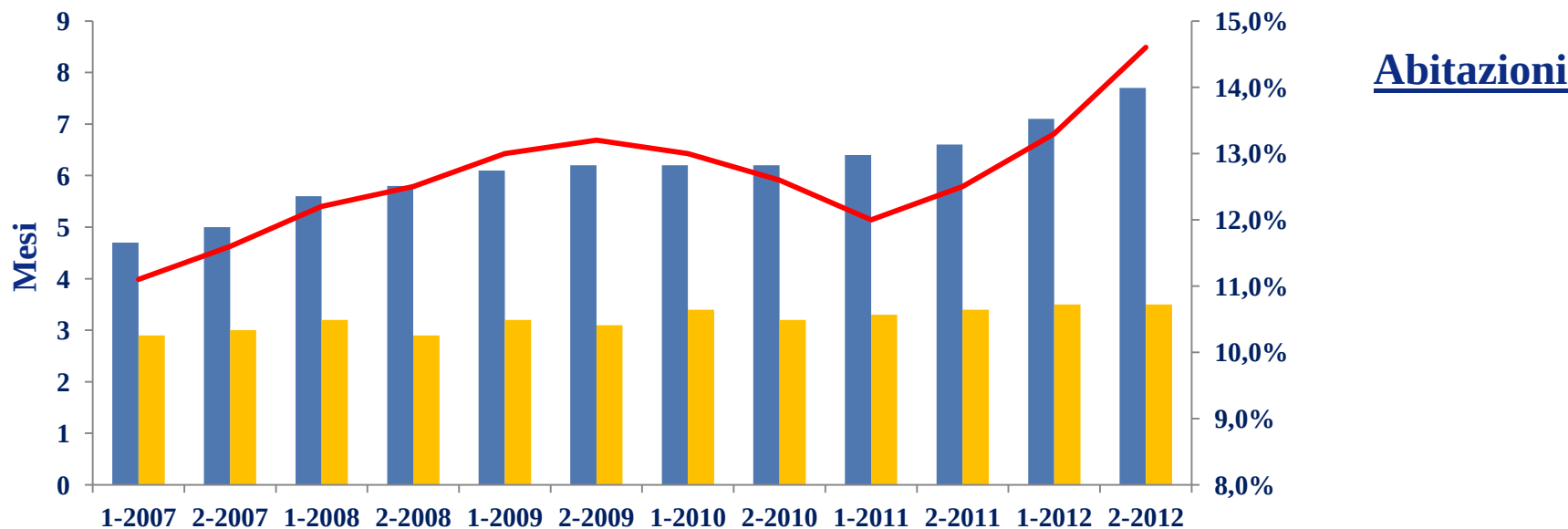
Nel corso del 2012 i tempi medi di vendita di un'abitazione sono leggermente **cresciuti** rispetto all'anno precedente sia nei maggiori **mercati urbani**, sia nei **mercati intermedi**.

Lo **sconto mediamente praticato** sul prezzo richiesto, che fotografa l'incontro tra la domanda e l'offerta di immobili sul mercato, è **cresciuto nel corso del 2012** in tutti i mercati analizzati (aree urbane e mercati intermedi) e in tutti i segmenti.

Incrociando le dinamiche dei tempi medi di vendita e degli sconti si può affermare che i mercati abbiano sofferto nell'ultimo anno di un **ulteriore peggioramento nella liquidità del settore immobiliare**.

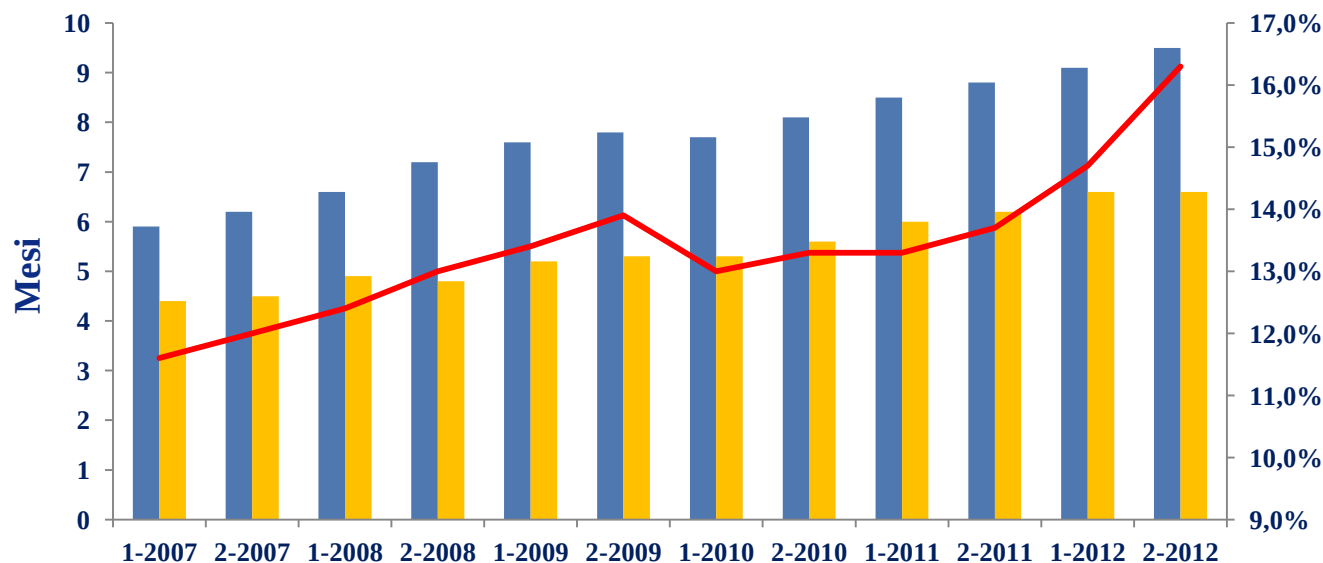


Tempi di vendita, tempi di locazione e sconti % sul prezzo (media 13 grandi aree urbane)



Uffici

- Tempi di vendita (mesi)
- Tempi di locazione (mesi)
- Divario prezzo richiesto - prezzo effettivo vendita



Fonte: Nomisma



L'Indice Fiups

Da diversi anni Sorgente Group e il Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Parma collaborano su temi e ricerche di **economia e finanza immobiliare**.

Fin dall'inizio della collaborazione, l'attività di ricerca è stata istituzionalizzata in un Laboratorio per le Ricerche sull'Economia e la Finanza Immobiliare, ove ha preso forma il progetto per la rilevazione del «**Sentiment Immobiliare**».

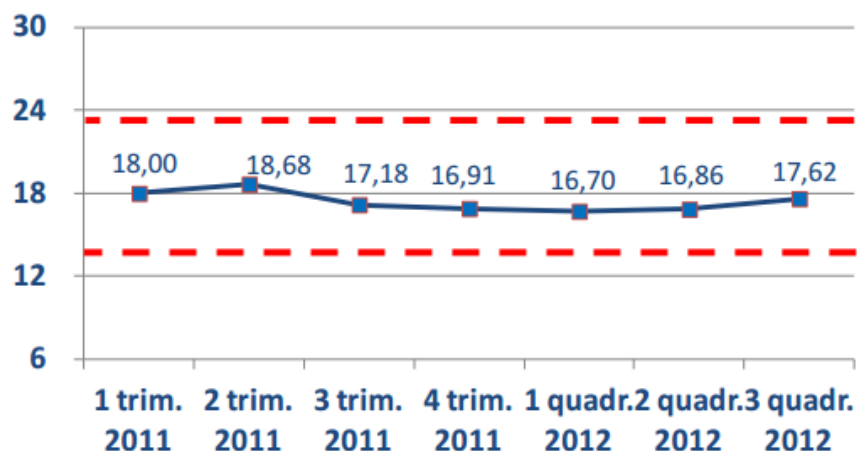
Il progetto, realizzato in collaborazione con Federimmobiliare, si propone di osservare su base quadrimestrale le **aspettative a livello qualitativo delle varie componenti della filiera dell'industria immobiliare**, la **percezione sull'andamento del mercato** e degli **investimenti nel comparto Real Estate**.

Insieme al «**Sentiment Immobiliare**», ovvero l'analisi della percezione di operatori e investitori sull'andamento del mercato immobiliare in Italia, è nato l'**Indice FIUPS**, acronimo di Federimmobiliare, Università degli Studi di Parma e Sorgente Group.

L'**Indice FIUPS** rappresenta la sintesi numerica del «**Sentiment Immobiliare**», una valutazione, pertanto, che intende misurare le **aspettative degli operatori del settore immobiliare**.

La rilevazione dei dati è su base **quadrimestrale** e avviene attraverso la distribuzione di un questionario agli **operatori del mercato immobiliare**, appartenenti ai seguenti principali settori: trading, development, property, facility, progettazione, valutazione, consulenza, finanza immobiliare, oltre a numerosi professionisti specializzati nel comparto (ingegneri, architetti, geometri e notai).

Il trend dell'**Indice FIUPS** rappresenta una situazione di **stabilità nelle aspettative** degli operatori del settore:



Nel dettaglio, i risultati dell'ultimo quadrimestre mettono in luce alcune **tendenze**.

In primo luogo, a fronte di un'industria immobiliare ancora nel pieno della crisi economica e finanziaria, gli operatori stanno proseguendo nella loro opera di **riorganizzazione** e di **revisione** delle proprie **strutture organizzative**.

Questo è da giudicarsi positivamente, soprattutto nel momento in cui sia necessario dover resistere ancora per un periodo magari non breve.

Secondariamente, a fronte di comparti, come quello industriale e, per certi versi, commerciale, ancora in una fase negativa altri, come quello residenziale, confermano la loro **natura “difensiva”**.

In questo panorama, la reazione degli operatori è da giudicarsi assolutamente positiva, soprattutto in relazione alla loro **volontà di reagire**.

Prof. Valter Mainetti

Amministratore Delegato – Sorgente SGR S.p.A.

m.palermo@sorgentegroup.com