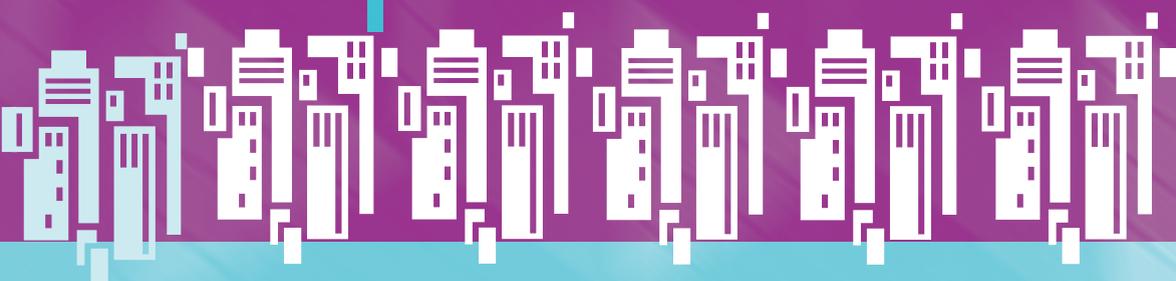


Oliviero Tronconi,
Andrea Ciaramella



REAL ESTATE ASSET MANAGEMENT

La gestione strategica
dei portafogli immobiliari

Real Estate

FRANCOANGELI

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con **Adobe Acrobat Reader**



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile **con Adobe Digital Editions**.

Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.

Real Estate



I testi pubblicati nella Collana “Real Estate” vengono sempre sottoposti al giudizio di referees anonimi. L'accettazione del testo implica l'impegno da parte degli autori alla cessione dei diritti e conseguentemente che essi o parte di essi non siano stati pubblicati altrove. In occasione delle proposte editoriali, due referees anonimi (membri del comitato scientifico o esperti esterni al comitato) valutano la proposta in base a uno schema che viene fornito dall'editore.

La Collana è costituita da volumi che cercano di rispondere alle esigenze di studio e di approfondimento del mondo accademico e professionale, con tre linee di prodotti. La prima è rappresentata dai “Testi”, che hanno un taglio prevalentemente saggistico e metodologico; la seconda è costituita da “Strumenti e casi”, volumi che intendono affrontare gli argomenti con un approccio pragmatico e orientato alla soluzione di problemi ricorrenti. La terza sezione, chiamata “Dossier”, propone testi agili che approfondiscono tematiche verticali, per fornire dati e analisi utili alla comprensione di fenomeni e tendenze del mercato attuale.

COMITATO SCIENTIFICO

Oliviero Tronconi, *direttore della collana*

Andrea Ciaramella, *Politecnico di Milano*

Stefano Bellintani, *Politecnico di Milano*

Marzia Morena, *Politecnico di Milano*

Alberto Celani, *Politecnico di Milano*

Chiara Tagliaro, *Politecnico di Milano*

Tim Bennet, *University College of Estate Management, Reading*

Mario Losasso, *Università degli Studi di Napoli Federico II*

Nick Nunnington, *Nottingham Trent University*

Maria Rita Pinto, *Università degli Studi di Napoli Federico II*

Giorgio Giallocosta, *Università degli Studi di Genova*

Eugenio Arbizzani, *Sapienza – Università di Roma*

Michele Di Sivo, *Università degli Studi di Chieti Pescara*

Massimiliano Pulice, *Presidente RICS Italia*

Emanuela Curtoni, *Area Territorio Ambiente Assolombarda*

Elena de la Poza Plaza, *Universitat Politècnica de Valencia*

Fabrizio Tucci, *Sapienza – Università di Roma*

Luigi Alini, *Università degli Studi di Catania*

Silvano Curcio, *Sapienza – Università di Roma*

Maurizio D'Amato, *Politecnico di Bari*

Declan McKeown, *Dublin Institute of Technology*

Alevtina E. Balakina, *Moscow State University of Civil Engineering*

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.



**Oliviero Tronconi,
Andrea Ciaramella**

REAL ESTATE ASSET MANAGEMENT

La gestione strategica
dei portafogli immobiliari

Real Estate

FRANCOANGELI

Isbn: 9788835168867

Copyright © 2024 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

La massima “Gestire significa guardare in avanti” dà un’idea dell’importanza attribuita alla pianificazione nel mondo degli affari ed è vero che se prevedere non esaurisce l’attività di gestione, quanto meno, ne costituisce una parte essenziale.

H. Fayol (1916)

La routine giornaliera scaccia la pianificazione.

J.G. March, H.A. Simon (1958)

Quasi mai troviamo una persona che abbia comprensione intuitiva di tutti i campi del sapere attinenti a un complesso problema [...] in generale e, in particolare quando la scelta sia da effettuarsi non tra due bensì tra molteplici alternative, l’analisi sistematica risulta essenziale [...] e qualora i fattori rilevanti siano diversi e complessi, come generalmente accade nei problemi, l’intuizione non assistita è incapace di ponderarli giungendo a una valida decisione.

C.J. Hitch (1965)

La pianificazione è necessaria quando la situazione futura desiderata implica l’adozione di un insieme di decisioni interdipendenti, cioè un sistema di decisioni... la complessità primaria della pianificazione deriva dalla correlazione tra le decisioni piuttosto che dalle decisioni stesse.

R.L. Ackoff (1970)

La pianificazione, ovviamente, non configura un atto separato e riconoscibile... ciascun atto di gestione, mentale o fisico, è inesorabilmente intrecciato con la pianificazione. Questa è parte di ogni atto di gestione come respirare è per la vita umana.

C. George (1972)

L’enfasi oggi posta sulla pianificazione strategica nelle imprese tanto negli Stati Uniti quanto all’estero è il riflesso dell’asserzione che benefici significativi possono ritrarsi da un processo esplicito di formulazione della strategia, per assicurare che almeno le politiche (se non le azioni) delle diverse funzioni siano coordinate e finalizzate al conseguimento di un comune insieme di obiettivi.

M.E. Porter (1980)

Si avverte dunque la necessità di una nuova interpretazione della cultura d’impresa, intesa non più soltanto come storia (corporate culture) ma soprattutto come elemento strategico importante per la gestione delle aziende, nel cui ambito tendono a prevalere nuove professionalità legate a un lavoro ormai soprattutto intellettuale. È, questa, una traiettoria che si rende sempre più manifesta a mano a mano che il concetto organizzativo evolve da impresa dalla connotazione tayloristico-fordista al modello di impresa rete verso il quale oggi vanno orientandosi le unità produttive. In tal senso la costituzione della cultura d’impresa, in particolare nelle sue manifestazioni strategiche, diviene molto prossima alla formazione professionale, sebbene in pratica non siano ben delineabili i confini fra i due ambiti.

G. Dioguardi (2009)

Indice

Presentazione , di <i>Oliviero Tronconi</i>	pag. 13
1. L'Asset Management Immobiliare: un'attività ad alto contenuto professionale: caratteristiche e contenuti di <i>Oliviero Tronconi</i>	» 17
1.1. L'Asset Management: il caso dei Fondi di investimento immobiliare	» 19
1.2. Le fasi del ciclo di vita di un Fondo di investimento immobiliare	» 20
1.3. La gestione del portafoglio immobiliare	» 23
1.4. La gestione dell'indebitamento finanziario	» 24
1.5. La gestione delle risorse finanziarie derivanti dai proventi del Fondo	» 24
Riferimenti bibliografici	» 26
2. Dimensione finanziaria del mercato immobiliare di <i>Oliviero Tronconi</i>	» 27
2.1. Il rischio di liquidità degli investimenti immobiliari	» 28
2.2. Le diverse tipologie di investimento nel settore immobiliare	» 29
2.3. La dimensione dell'investimento	» 32
2.4. La diversificazione dell'investimento	» 33
2.5. La redditività dell'investimento	» 33
2.6. La volatilità dell'investimento immobiliare	» 35
2.7. La finanziarizzazione del mercato immobiliare: quali prospettive	» 35
Riferimenti bibliografici	» 38

3. Le diverse modalità di approccio all'Asset Management nel settore del Real Estate	
di <i>Oliviero Tronconi</i>	pag. 39
3.1. Le Property Company	» 40
3.2. I service provider	» 41
3.3. I Fondi di investimento immobiliare e gli investitori taylor made	» 42
3.4. Gli investitori opportunistici	» 45
3.5. Le diverse fasi del processo di investimento immobiliare	» 45
3.6. La legge 30 luglio 2010, n. 122 e il “nuovo schema di regolamento”: freno ai Fondi di facciata e liberalizzazione del mercato	» 47
3.7. Fondi alternativi	» 48
3.8. Pluralità di partecipanti	» 49
3.9. La Direttiva AIFMD: il cosiddetto passaporto europeo per le SGR	» 51
3.10. Le diverse tipologie di Fondo immobiliare	» 61
3.11. Risparmio e investimento: il ruolo degli intermediari finanziari	» 63
3.12. Il ruolo degli intermediari finanziari	» 65
3.13. Il Risparmio Gestito: “l’industria degli investimenti”	» 68
Riferimenti bibliografici	» 70
4. L’analisi finanziaria di un investimento immobiliare: la determinazione del tasso di sconto	
di <i>Oliviero Tronconi</i>	» 71
4.1. Il controllo dei rischi negli investimenti immobiliari	» 75
Riferimenti bibliografici	» 79
5. Problemi di accesso al credito e strumenti finanziari per il Real Estate: il leasing immobiliare	
di <i>Oliviero Tronconi</i>	» 80
5.1. Come le imprese possono affrontare le difficoltà finanziarie	» 80
5.2. Leasing finanziario e leasing operativo	» 83
5.3. Il leasing immobiliare	» 85
Riferimenti bibliografici	» 94

6. I Fondi di investimento immobiliare di diritto italiano	
di <i>Alberto Agazzi</i>	pag. 95
6.1. Tipologia di investitori	» 95
6.2. Il profilo di rischio	» 96
6.3. La modalità di sottoscrizione del patrimonio	» 98
6.4. La tipologia di investimento ricercata	» 99
6.5. La struttura organizzativa	» 99
6.6. Fund management	» 100
6.7. Investimenti e vendite	» 100
6.8. Finanza	» 100
6.9. Legale	» 101
6.10. Banca depositaria	» 101
6.11. Esperto Indipendente	» 101
6.12. Intermediario finanziario	» 102
6.13. Servizi immobiliari	» 102
6.14. La governance del Fondo immobiliare	» 103
6.15. La costituzione di un Fondo immobiliare	» 105
Riferimenti bibliografici	» 113
7. L'Asset Allocation, nella gestione dei Fondi comuni di investimento immobiliari chiusi	
di <i>Pierpaolo Mazzella</i>	» 114
7.1. Asset Allocation	» 115
7.2. Il processo di Asset Allocation Immobiliare nell'ambito del mercato dei Fondi immobiliari	» 116
7.3. Fondi specializzati	» 122
7.4. Fondi ad apporto	» 122
7.5. Esempio di definizione dell'Asset Allocation attraverso un'analisi di tipo quantitativo	» 123
Riferimenti bibliografici	» 126
8. La gestione operativa di un portafoglio immobiliare	
di <i>Andrea Ciaramella</i>	» 127
8.1. Analisi dei beni in gestione	» 128
8.2. Gestione	» 129
8.3. Monitoraggio delle performance degli immobili	» 130
8.4. Attività operative nella gestione del portafoglio	» 131
8.5. Gestione strategica	» 153
8.6. Conclusioni	» 158
Riferimenti bibliografici	» 159

9. Analisi degli investimenti e valutazione dei rischi: una lettura top-down	
di <i>Andrea Ciaramella</i>	pag. 161
9.1. La definizione del costo/opportunità: il risk management	» 163
Riferimenti bibliografici	» 187
10. Il risk mangement, nella gestione dei Fondi comuni di investimento immobiliari chiusi. Un approccio metodologico	
di <i>Pierpaolo Mazzella</i>	» 188
10.1. L'attività di risk management nell'ambito della gestione dei Fondi immobiliari	» 190
10.2. La mappatura dei rischi	» 193
10.3. Mappatura dei rischi sui progetti di sviluppo immobiliare	» 200
10.4. Mappatura dei rischi sugli investimenti in partecipazioni in società immobiliari	» 201
10.5. I metodi di misurazione dei rischi	» 202
10.6. Redditività	» 204
10.7. Esempio di individuazione, misurazione e verifica dei rischi nell'ambito dell'attività di risk management	» 215
Riferimenti bibliografici	» 224
11. Applicazione del risk management nelle operazioni di valorizzazione: un caso di studio	
di <i>Andrea Ciaramella</i>	» 225
11.1. Ripartizione dei rischi e responsabilità delle parti	» 227
11.2. Un caso di studio	» 229
Riferimenti bibliografici	» 238
12. Strategie di gestione e costo/opportunità: l'approccio Life Cycle Cost	
di <i>Andrea Ciaramella</i>	» 239
12.1. Come valutare alternative progettuali	» 244
12.2. Alcune possibilità applicative del Life Cycle Costing	» 246
12.3. L'attualizzazione e la formulazione del tasso di sconto	» 247
12.4. Arco temporale di riferimento/Ciclo di vita	» 248
12.5. La valutazione degli interventi di riqualificazione con la tecnica di Life Cycle Cost: un caso di studio	» 249
Riferimenti bibliografici	» 265

13. Finanziamento delle operazioni di acquisizione e sviluppo immobiliare	
di <i>Roberto Benaglia</i>	pag. 267
13.1. La leva finanziaria come complemento dei mezzi propri.	
Il ricorso al finanziamento come moltiplicatore della capacità di investimento	» 268
13.2. Tipi di finanziamento immobiliare	» 270
13.3. Le operazioni immobiliari viste dalla parte del finanziatore	» 279
13.4. Le forme di finanziamento in funzione del cespite da finanziare	» 285
13.5. Le fasi del finanziamento	» 297
13.6. Il contenzioso e i casi di inadempimento	» 304
13.7. Il tasso di interesse. Protezioni contro il rischio di tasso	» 308
13.8. Come si finanzia una banca	» 311
Riferimenti bibliografici	» 313
Gli autori	» 315

Presentazione

di *Oliviero Tronconi*

In una fase storica connotata da grandi cambiamenti e dalla rapidità di reazione richiesta alle organizzazioni, non è pensabile scindere la gestione immobiliare attiva – l'essenza dell'attività di Asset Management – da elementi che fanno riferimento ai modelli organizzativi e alla capacità di innovare.

Le organizzazioni più dinamiche reagiscono puntando sull'innovazione di prodotti e di processi e sulla qualità delle risorse umane.

La sfida che dobbiamo affrontare riguarderà la capacità delle imprese di attrarre e valorizzare persone dotate di grandi capacità (i cosiddetti talenti) posizionandoli in maniera adeguata nel contesto aziendale allo scopo di fidelizzare queste fondamentali risorse.

Questo problema assume particolare rilevanza per l'intensificarsi della competizione internazionale che deriva dalle nuove emergenti polarità economiche, cosa questa, che comporterà per le imprese la necessità di ricercare nuove soluzioni per quanto riguarda i prodotti/servizi e i relativi processi produttivi, distributivi e per le fondamentali funzioni finanziarie e di marketing.

L'innovazione tecnologica è destinata a caratterizzare sempre più sistematicamente l'universo dei prodotti/servizi nei principali mercati.

Una forte connessione dell'impresa e del suo business con l'innovazione tecnologico-organizzativa determinerà la disponibilità di significativi vantaggi competitivi; mentre le imprese con scarsa capacità di connettersi con l'innovazione subiranno evidenti danni, a causa di questa manchevolezza.

In un mercato caratterizzato sempre più in termini di "economia della conoscenza" la possibilità di avere accesso in ogni luogo alle informazioni, di dialogare in forma strutturata con i propri interlocutori aziendali e di mercato, di gestire in forma organizzata le informazioni-conoscenze dell'organizzazione avrà sempre maggiore importanza.

La capacità di “informarsi” determina in buona parte la capacità dell’impresa, delle persone di reagire in tempi brevi agli stimoli e novità del mercato.

Quello che viene definito come “ubiquitous access” supportato da una organizzata e rapida circolazione delle informazioni-conoscenze in ambito aziendale, si prefigura come un significativo elemento in grado di incidere sulla complessiva competitività dell’impresa.

La fidelizzazione dei dipendenti, il loro costante aggiornamento, la capacità del top management di motivare le risorse ad assumere un effettivo ruolo di leadership, diverranno sempre più importanti.

La capacità di agire per affrontare le nuove sfide è però ancora tutta da costruire e sarà cosa né facile, né agevole, considerando la fase di crisi che stiamo attraversando.

Occorre introdurre il tema dell’innovazione all’interno delle priorità aziendali, costruendo un modello e le condizioni che la incoraggino, strutturando i processi in modo che sia possibile assumere i rischi dell’innovazione e che sia possibile l’allineamento ai fenomeni innovativi da parte di tutti i livelli aziendali.

L’innovazione non è una direttiva, non può essere realizzata solo dal management, ma invece comporta la piena adesione e coinvolgimento delle risorse che devono concretizzare, far vivere l’innovazione nella pratica quotidiana.

Il confronto, un clima di forte collaborazione all’interno delle organizzazioni genera un processo spontaneo in grado di favorire la capacità ideativa, la produzione di soluzioni nuove.

La capacità delle imprese di far entrare nella propria organizzazione delle risorse motivate e dotate delle migliori qualità, di favorire la loro crescita e lo sviluppo di capacità ideative e nel contempo di garantire un percorso di carriera adeguato in termini di responsabilità e remunerazione, costituirà sempre più un elemento rilevante per accrescere la competitività aziendale.

Secondo diverse fonti¹ la ricerca dei talenti determinerà in buona parte il futuro delle imprese.

“Gli economisti parlano dell’istruzione in termini di capitale umano: investendo sulle persone, ci si garantisce un ritorno, proprio come avviene se si investe su un macchinario.

Ma l’istruzione fa di più. Allarga la mente, facendo capire che il cambiamento è possibile, che esistono altri modi per organizzare la produzione e mentre insegna i

1. Florida R., *L’ascesa della nuova classe creativa. Stili di vita, valori, professioni*, Mondadori, Milano, 2003.

principi di base della scienza moderna e il ragionamento analitico, aumenta ulteriormente la capacità di imparare”².

Non basta però avere le persone di talento, il management dell’impresa deve essere consapevole dell’importanza di queste risorse e impegnarsi in un processo sistematico di comunicazione, confronto e coinvolgimento per favorire la loro crescita.

In sintesi, occorre definire una precisa strategia per il capitale umano aziendale per riuscire, prima a individuare e selezionare nel mercato quelle dotate di migliori qualità, e successivamente per favorire il loro sviluppo intellettuale.

I processi collaborativi interni ed esterni alle imprese, la capacità di fare sinergia con altre organizzazioni evidenziano l’importanza che le aziende, conscie del fenomeno della globalizzazione culturale-economica e dei mercati, attribuiscono alle “reti di business”: dall’impresa rete alla rete di imprese cooperative.

Per le imprese del vecchio continente la possibilità di crescere e svilupparsi nell’economia globalizzata è legata allo sviluppo di “reti collaborative” da gestire con imprese d’altri Paesi per incrementare il volume d’affari, la propria reputazione e il proprio brand.

2. Stiglitz J.E., *La globalizzazione che funziona*, Einaudi, Torino, 2006.

L'Asset Management Immobiliare: un'attività ad alto contenuto professionale: caratteristiche e contenuti

di *Oliviero Tronconi*

L'attività di Asset Management assume in linea generale una valenza squisitamente economico-finanziaria e in modo particolare è strettamente connaturata alla gestione di un patrimonio mobiliare o immobiliare che abitualmente nel linguaggio tecnico assume la denominazione di "portafoglio".

In questo contesto l'Asset Manager nel settore immobiliare assume il compito e la responsabilità delle decisioni strategiche di investimento del tipo: su quale tipologia di immobili è conveniente e opportuno investire? Quali sono invece gli immobili che conviene dismettere? Su quali immobili può essere interessante e proficuo avviare delle operazioni di valorizzazione?

In estrema sintesi l'Asset Management è quella funzione che decide della allocazione degli investimenti in relazione alle diverse opportunità offerte dal mercato.

Obiettivo dell'Asset Management è la creazione di valore nell'interesse della società proprietaria degli immobili mediante la realizzazione di investimenti in termini di acquisto di immobili o sviluppo di nuove operazioni e di disinvestimenti, attraverso la vendita in blocco o frazionata di un cespite.

Tra le attività dell'Asset Management rientra ovviamente quella di una attenta valutazione dei rischi connessi ai processi di investimento.

Si può teorizzare che l'Asset Management ruoti intorno a tre momenti/ funzioni fondamentali.

1. La stima dei costi che comporta un investimento.

In particolare, se ci riferiamo a una nuova operazione di sviluppo si tratterà di valutare i costi di tutte le attività che il processo realizzativo comporterà: costi del terreno, costi della due diligence e spese di transazione, oneri di urbanizzazione e concessori, spese tecniche (attività progettuali), eventuali costi di bonifiche, costi di costruzione e delle connesse attività

di controllo e verifica in cantiere (Project Management), costi di marketing e di consulenze legali-fiscali, costi amministrativi e finanziari e infine costi legati alle indispensabili attività commerciali.

2. **L'analisi dei rischi, ovvero:**

- tutte le attività relative all'analisi dei dispositivi normativi (urbanistici, edilizi, ambientali-paesaggistici) e dei rischi connessi ai dettati normativi;
- la valutazione dei rischi connessi a possibili ritardi nelle attività progettuali, nei processi concessori in capo alla Pubblica Amministrazione Locale (PAL), nello svolgimento dei lavori nel cantiere;
- l'analisi dell'andamento del mercato nel contesto territoriale di riferimento e le possibili oscillazioni dei prezzi di vendita e/o di affitto che potrebbero determinarsi durante i tempi necessari per la realizzazione e il completamento dello sviluppo immobiliare;
- l'analisi della disponibilità e dell'andamento del mercato dei capitali e della variazione dei tassi di interesse.

Come in ogni mercato, anche in quello immobiliare esistono tipologie di immobili, o meglio tipologie di destinazioni d'uso degli immobili più rischiose e altre meno rischiose. Possiamo ritenere che le tipologie di destinazione d'uso meno rischiose siano quelle più diffuse e quindi con un maggiore mercato, mentre quelle più rischiose siano quelle specialistiche legate a particolari attività che richiedono gestori molto competenti e specializzati, quali per esempio la destinazione d'uso alberghiera e industriale. Le attività che presentano maggiori rischi sono quelle connesse alla realizzazione di nuovi sviluppi immobiliari perché devono affrontare l'incertezza dell'iter concessorio di responsabilità e pertinenza della Pubblica Amministrazione Locale (PAL).

Occorre sottolineare che, analogamente a qualunque altro settore economico, anche nel settore immobiliare esiste un rapporto di proporzionalità diretto tra rischio e redditività: quindi per tipologie di destinazioni d'uso più rischiose, l'investitore attenderà redditività maggiori.

3. **La stima dei ricavi ottenibili dall'operazione di investimento.**

La sempre delicata e fondamentale attività di definizione dei prezzi di vendita e dei tempi in cui la vendita potrà essere effettivamente completata in termini legali. Questa attività viene svolta nella fase iniziale del processo di sviluppo immobiliare sulla base di una prima stima generale dei costi e avviene utilizzando alcuni strumenti economico-finanziari quali il NAV (Net Asset Value o Valore Attuale Netto) e l'IRR (International Rank Return o tasso di rendimento interno) che rappresenta la redditività, al netto delle tasse, ottenuta dal capitale investito.

In questa fase viene approfondito anche il problema fiscale.

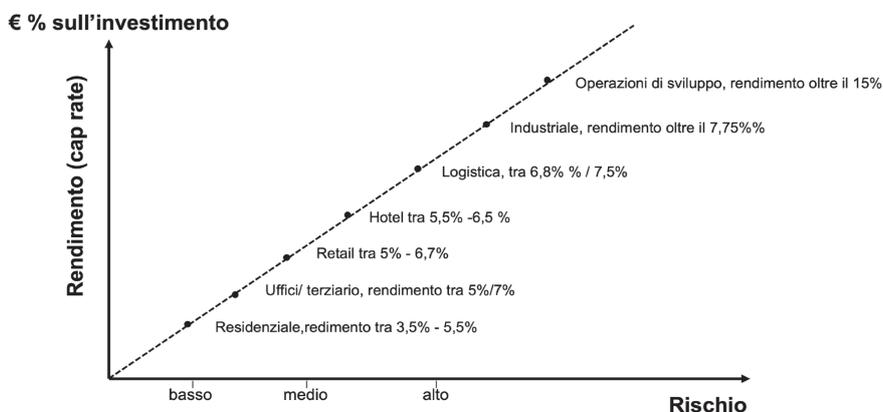


Figura 1.1 – Il rapporto tra rischio e rendimento di un investimento immobiliare. I dati numerici hanno una valenza puramente indicativa (fonte: elaborazione dell'autore)

In conclusione, è possibile affermare che, oltre a presidiare e pianificare le nuove operazioni di sviluppo immobiliare e/o di acquisizione di immobili già realizzati, l'Asset Management studia approfonditamente le performance economiche di ogni singolo immobile e organizza le strategie di breve-medio periodo per incrementare le prestazioni dei singoli cespiti e soprattutto quelle complessive del portafoglio, definendo le opportune strategie di investimento e disinvestimento.

1.1. L'Asset Management: il caso dei Fondi di investimento immobiliare

L'attività di Asset Management può assumere caratteri di marcata differenziazione in stretta relazione allo specifico ambito di operatività: ambito consulenziale, ambito Società di Gestione del Risparmio (SGR) ovvero gestione di uno o più Fondi di investimento immobiliare, ambito Private Banking, ambito Property Company, ambito operazioni di sviluppo immobiliare.

Cercheremo di seguito di sintetizzare le attività che caratterizzano l'Asset Management applicato a un Fondo di investimento immobiliare, uno dei contesti più caratteristici in cui si estrinseca questa attività.

Obiettivi fondamentali delle funzioni di Asset Management applicate a un Fondo sono quelli di ottimizzarne la redditività, di incrementarne il valore patrimoniale, di massimizzare il ritorno del capitale investito per i partecipanti-sottoscrittori del Fondo.

Più dettagliatamente gli obiettivi dell'Asset Management di un Fondo sono descritti nella Figura 1.2.

1. Migliorare la redditività attuale del Fondo.
2. Valorizzare gli asset attuali.
3. Mantenere una politica selettiva verso la qualità dei tenant.
4. Rafforzare il mix di portafoglio con:
 - a. strategie di investimento per destinazioni d'uso;
 - b. analisi territoriali per scelta delle migliori localizzazioni nel medio e lungo termine.
5. Mantenere criteri rigorosi per quanto attiene:
 - a. gestione in entrata e uscita dal portafoglio degli asset;
 - b. utilizzare in modo moderato il ricorso alla leva finanziaria.

Figura 1.2 – Obiettivi della funzione di Asset Management di un Fondo di investimento immobiliare (fonte: elaborazione dell'autore)

Questi obiettivi possono essere perseguiti attraverso tre fondamentali leve gestionali:

- gestione del portafoglio immobiliare;
- gestione dell'indebitamento finanziario;
- gestione delle risorse finanziarie derivanti dai proventi del Fondo.

1.2. Le fasi del ciclo di vita di un Fondo di investimento immobiliare

Qualunque investimento, di qualunque natura esso sia, ha una ben precisa e delineata durata temporale. Questa regola vale, ovviamente, anche per quanto riguarda i Fondi di investimento immobiliare. Nel caso di questi particolari strumenti di investimento il ciclo di vita può essere descritto in tre fasi tra loro distinte.

1.2.1. I fase: investimento dei capitali raccolti presso i sottoscrittori

Obiettivo di questa fase è quello di stressare i tempi dell'investimento per iniziare a far fruttare il capitale raccolto dal Fondo nel più breve tempo possibile. Per raggiungere questo obiettivo, durante la fase di raccolta presso i sottoscrittori, verranno individuati in modo anticipato una serie di possibili investimenti. La strategia di acquisizione sarà in buona parte determinata dalla particolare



Figura 1.3 – Il ciclo di vita di un Fondo di investimento immobiliare (fonte: elaborazione dell'autore)

congiuntura di mercato nella quale il Fondo si trova a operare e dalla entità dei capitali raccolti, e in linea di massima può essere improntata a una strategia che mira ad acquisire immobili e/o a sviluppare iniziative basate su:

- rilevanza dimensionale dell'investimento allo scopo di evitare un numero troppo elevato di operazioni di investimento ognuna delle quali comporterebbe tempi e soprattutto costi non trascurabili;
- rilevanza della qualità architettonica dell'immobile o del progetto in ipotesi di sviluppo;
- concentrazione degli investimenti nelle primarie localizzazioni caratterizzate da un mercato più dinamico e fluido (le aree di Milano e Roma principalmente);
- privilegiare immobili le cui caratteristiche consentono di acquisire dei locatari di primario standing: società nazionali e internazionali in grado di offrire ottime garanzie di solidità finanziaria e di continuità temporale della locazione.

1.2.2. II Fase: ottimizzazione della redditività del portafoglio ed eventuale possibilità di una sua seppur parziale valorizzazione e/o rotazione

In questa fase, una volta portate a compimento tutte le operazioni di investimento opportune e necessarie, inizia l'attività di gestione del portafoglio.

Una gestione attiva e dinamica che punterà alla massimizzazione della redditività dei singoli cespiti. Sulla base di abituali analisi di redditività compiute su ogni singolo immobile (redditività per m², per localizzazione, per destinazione d'uso ecc.) potranno essere intraprese iniziative mirate all'emersione del valore dei singoli asset, ovvero, potranno essere avviati processi di valorizzazione immobiliare.

Sulla base delle analisi ed elaborazioni descritte potranno altresì essere avviate iniziative per la diversificazione del mix di portafoglio in relazione alla superficie (m²) dei singoli immobili, alla tipologia di destinazione d'uso (uffici piuttosto che hotel o centri commerciali ecc.), alla localizzazione geografica e al particolare contesto urbano (centro, semicentro, periferia).

Obiettivo generale di questa fase dell'attività di Asset Management del nostro Fondo sarà il posizionamento equilibrato della redditività di ogni singolo asset nel ciclo di vita definito per il Fondo.

Per raggiungere questo obiettivo potranno essere avviate iniziative di dismissione di singoli asset, che sulla base delle analisi svolte, evidenzieranno redditività non adeguate e non paleseranno potenzialità di valorizzazione.

1.2.3. III Fase: focus sulla redditività e pianificazione dei processi di dismissione dei cespiti in vista della scadenza temporale del Fondo nell'obiettivo di massimizzare il capital gain

Si avvicina la fase di chiusura del Fondo e in queste circostanze in un momento che possiamo, in linea di massima e in relazione alla congiuntura del mercato, individuare a circa tre anni prima del termine della scadenza temporale del Fondo, per l'Asset Management gli impegni divengono cogenti e duplici: da un lato perseguire, come nel periodo precedente, gli obiettivi di massimizzazione della redditività; dall'altro iniziare a pianificare il processo di dismissione dei cespiti.

Dismettere, ovvero, vendere un immobile non è mai un'operazione di breve respiro, al contrario, più il valore del nostro cespite sarà elevato più sarà ristretta la platea dei possibili compratori. È bene ricordare che ogni area geografica (città) del nostro Paese si caratterizza per valori limite di transazione ben individuabili.

Occorre quindi pianificare la dismissione del portafoglio con ampi margini di tempo per consentire di informare il mercato, sondare i possibili interessati e avviare questo delicato processo.

Esaurita la descrizione delle tre fasi principali in cui è articolabile il ciclo di vita di un Fondo di investimento immobiliare passeremo ora a esaminare

più in dettaglio alcune specifiche attività che caratterizzano la funzione di Asset Management.

1.3. La gestione del portafoglio immobiliare

Questa attività si estrinseca secondo alcune fasi di lavoro essenziali:

- analisi delle caratteristiche del patrimonio e costituzione di un database (normalmente denominato Condition Assessment Survey – CAS) finalizzato alla conoscenza e monitoraggio sistematico delle condizioni e delle performance dell'Asset Immobiliare;
- definizione di una strategia di portafoglio articolata in termini di specificazione per ogni singolo immobile (cessione, valorizzazione, target di locazione, acquisizione, rotazione del patrimonio ecc.) finalizzata alla ottimizzazione della redditività e del valore dei cespiti;
- locazione degli immobili: rinnovo dei contratti in scadenza, rinegoziazione delle condizioni contrattuali per allinearli alle migliori performance di mercato e gestione in maniera ottimale dei rapporti con i locatari;
- gestione degli interventi manutentivi attuando in relazione a questi una precisa strategia di programmazione, sia degli interventi di manutenzione riparativa, sia degli interventi di manutenzione riqualificativa;
- gestione di tutti gli adempimenti tecnico normativi previsti da nuove disposizioni legislative;
- gestione di tutte le attività di dismissione (disinvestimento) e di nuova acquisizione (investimento) di immobili realizzate in base agli orientamenti strategici del Fondo;
- attuazione di una adeguata politica di ricerca di nuove opportunità di investimento (scouting) in rapporto alla strategia definita dal Fondo per quanto attiene la rotazione del patrimonio;
- garanzia di una tempestiva base di conoscenze-informazioni sulle tendenze del mercato immobiliare (offerta e domanda).

In particolare, i disinvestimenti verranno valutati e decisi secondo parametri di seguito sintetizzati:

- sulla base dell'analisi delle convenienze derivanti dalle dinamiche congiunturali dei mercati immobiliari, ove e quando si determinino condizioni ottimali di vendita;

- a valle di processi di valorizzazione che abbiano creato particolari e favorevoli condizioni di vendita in grado di consentire l'acquisizione di significative plusvalenze patrimoniali;
- sulla base delle tendenze evolutive positive-negative dei mercati immobiliari locali e del contemporaneo emergere di nuove e più favorevoli opportunità di investimento e redditività prospettica.

1.4. La gestione dell'indebitamento finanziario

Questa attività si basa sul presupposto che il Fondo in base alle sue caratteristiche regolamentari (Fondo di tipo conservativo, Fondo ad apporto di patrimonio immobiliare pubblico, Fondo ad apporto di patrimonio immobiliare privato, Fondo riservato a investitori qualificati, Fondo speculativo) si avvarrà delle opportunità offerte dalla normativa per fare ricorso alla leva finanziaria, tramite indebitamento, nell'obiettivo di aumentare la propria capacità di investimento e quindi il proprio potenziale di business.

Infatti, il ricorso all'indebitamento finanziario può consentire di migliorare significativamente il ritorno sui mezzi propri del Fondo, acquisiti tramite le quote versate dai sottoscrittori o attraverso l'apporto di immobili nel caso dei Fondi ad apporto.

L'attività di gestione delle fonti di finanziamento del debito si estrinsecherà principalmente su:

- criteri di copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse e individuazione degli opportuni strumenti a questo finalizzati;
- pianificazione e gestione del programma di rimborso del debito.

1.5. La gestione delle risorse finanziarie derivanti dai proventi del Fondo

Le risorse finanziarie derivanti dalla gestione del portafoglio immobiliare del Fondo possono avere due destinazioni fondamentali e una terza allocazione temporanea e di tipo tattico:

1. la distribuzione ai sottoscrittori delle quote del Fondo in rapporto al "rendimento obiettivo" e alle maggiori performance fissate dal Regolamento del Fondo; tale attribuzione verrà effettuata in base ai rendiconti periodici

redatti dal Fondo secondo le prescrizioni del suo Regolamento costitutivo approvato dalla Banca d'Italia;

2. il loro impiego in funzione delle opportunità di ottimizzazione del portafoglio (avvio di processi di valorizzazione dei singoli immobili, nuovi investimenti ecc.);
3. il loro impiego e gestione a breve termine nel mercato immobiliare in attesa delle condizioni per un loro utilizzo nell'ambito delle due destinazioni precedentemente evidenziate.

L'attività di Asset Management di un Fondo comporta anche altre precise responsabilità tra cui ricordiamo:

- la costruzione del Budget e del piano operativo annuale del Fondo (operazione che verrà svolta in stretto rapporto con i responsabili della SGR);
- la predisposizione dei report periodici sull'andamento delle prestazioni del portafoglio immobiliare del Fondo in rapporto alle previsioni del Budget;
- la predisposizione della documentazione per lo svolgimento del CdA (Consiglio di Amministrazione) della SGR;
- la predisposizione della documentazione per le riunioni del Comitato Consultivo del Fondo che esprime parere non vincolante su diverse scelte del Fondo quali per esempio: proposte di investimento e/o disinvestimento di uno o più cespiti del Fondo; proposta di valorizzazione di uno o più cespiti del Fondo; Asset Allocation del Fondo.

La struttura di Asset Management del Fondo dovrà anche rapportarsi strettamente alla funzione interna o organizzazione esterna incaricata dei servizi di Property Management.

L'attività di Property Management, su cui ci siamo già soffermati precedentemente in termini specifici, riguarderà prioritariamente:

- i rapporti con i locatari;
- la gestione dei contratti di locazione (gestione dello scadenzario, fatturazione dei canoni di locazione, calcolo dell'aggiornamento Istat ecc.);
- la gestione dei depositi cauzionali versati dai locatari;
- la rinegoziazione dei contratti e/o l'attivazione delle procedure di disdetta;
- la gestione dei servizi per le parti comuni degli edifici;
- la gestione della reportistica (mensile o bimestrale) di rendicontazione alla struttura di Asset Management che illustrerà in forma analitica l'an-

damento della redditività e dei costi di ogni singolo cespite del portafoglio in rapporto al budget e al piano operativo dell'anno in corso;

- la gestione e l'aggiornamento del database di Condition Assessment Survey degli immobili costituenti il portafoglio del Fondo.

La struttura di Property Management sarà altresì incaricata di svolgere (o acquisire sul mercato e gestire) servizi di Project Management in relazione ai processi di valorizzazione che verranno programmati per i singoli cespiti.

Altro compito fondamentale delle strutture di Property Management sarà quello di gestire o di assicurare attraverso una terza parte specializzata, tutti i servizi di Facility Management necessari a garantire la piena funzionalità degli immobili in gestione.

Riferimenti bibliografici

Giorgino M., Travaglini F., *Il risk management nelle imprese italiane. Come progettare e costruire sistemi e soluzioni per la gestione dei rischi d'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008.

Tronconi O., *Property Management. Obiettivi, conoscenze, esperienze*, Franco-Angeli, Milano, 2016.

Il mercato immobiliare è da più di un decennio attraversato da profondi cambiamenti.

Le privatizzazioni, le politiche di focalizzazione sul proprio core business attuate da molte imprese, la dismissione di immobili da parte di diverse Pubbliche Amministrazioni hanno avuto come risultato quello di ampliare il mercato e di attrarre nuovi operatori nazionali e internazionali verso il nostro Paese.

Questi fenomeni hanno considerevolmente aumentato l'interesse verso il mercato immobiliare degli investitori istituzionali interessati a investire non solo acquisendo la proprietà diretta dei beni, ma anche titoli azionari di importanti Property Company, quote di Fondi immobiliari e titoli di natura obbligazionaria come le Asset Backed Securities (ABS).

Questa tendenza evidenzia un'evoluzione della domanda degli investitori istituzionali e di nuovi soggetti come i Fondi pensione sempre più interessati a titoli obbligazionari di tipologia corporate che garantiscano rendimenti superiori ai titoli sovrani e a titoli azionari a rischio contenuto e che nel contempo consentano una maggiore diversificazione dei loro portafogli.

L'innovazione finanziaria ha trasformato profondamente le caratteristiche dell'investimento immobiliare che fino a pochi anni or sono era caratterizzato da una bassa liquidità e da un rischio elevato di concentrazione.

La crescita di investitori istituzionali fortemente specializzati, soprattutto Società di Gestione del Risparmio (SGR) e Property Company, e l'accresciuta presenza di operatori stranieri hanno modificato lo scenario e l'attrattività del mercato immobiliare appare notevolmente aumentata rispetto alla fase precedente gli anni '90 del secolo scorso.

Oggi gli Asset Immobiliari vengono sempre più gestiti professionalmente in un'ottica analoga a quella degli asset finanziari e il mercato im-

mobiliare ha guadagnato posizioni importanti sul piano dell'efficienza e della trasparenza.

Nella perdurante situazione di difficoltà economica seguita alla grande crisi finanziaria del 2008 il mercato immobiliare ha incontrato crescenti difficoltà, a causa della stretta creditizia operata dal sistema bancario e della conseguente carenza di liquidità.

Il mercato immobiliare è entrato così in forte competizione, per l'accesso al credito, con i più tradizionali mercati finanziari.

Questa congiuntura ha però maggiormente colpito gli operatori di piccola dimensione, impegnati in operazioni di sviluppo spesso di tipo residenziale destinate alla vendita.

La stasi economica ha determinato un'incidenza significativa, ma di dimensioni che sono apparse minori, sugli investitori istituzionali e sugli operatori più qualificati e professionali del Real Estate.

2.1. Il rischio di liquidità degli investimenti immobiliari

Per gli investimenti diretti in immobili e per quelli in società immobiliari non quotate appare in questa fase aumentato il rischio di liquidabilità. Questo fenomeno è dovuto all'aumento del tempo necessario per la cessione di un cespite immobiliare.

Allo scopo di minimizzarne questa tipologia di rischio molti operatori del Real Estate hanno messo a punto strategie di rotazione del portafoglio e di dismissione cadenzate nel tempo in funzione di un mercato nel quale la domanda di immobili si è rarefatta.

In particolare le SGR, ammaestrate dalle difficoltà incontrate da alcuni Fondi giunti a scadenza a dismettere il proprio patrimonio, hanno messo a punto piani di dismissione programmati con forte anticipo sulla scadenza dei Fondi amministrati e, se opportuno, si avvarranno delle possibilità di richiedere alla Banca d'Italia il "periodo di grazia", comunque non superiore ai tre anni, per completare il processo di dismissione degli asset e il rimborso delle quote ai sottoscrittori.

Il ruolo dei Fondi di investimento immobiliare, i principali protagonisti del mercato, è particolarmente rilevante in tutti i principali Paesi europei nei quali questo strumento finanziario è ancora più diffuso e importante che in Italia.

I Fondi consentono di raccogliere denaro nel mercato perché costituiscono un investimento affidabile a basso rischio e "long term" per recuperare aree dismesse, per realizzare nuovi sviluppi e per valorizzare immobili, in grado di rispondere alle esigenze immobiliari di un Paese.

Può essere utile ricordare che lo strumento del Fondo immobiliare ha avuto un ruolo molto rilevante nei processi di dismissione attuati, sia dallo Stato (il Fondo Immobili Pubblici costituito da Investire Immobiliare SGR del gruppo Banca Finnat) che da Enti Pubblici Locali (vedi per esempio tra le diverse esperienze le dismissioni attuate dalla città di Milano con la costituzione dei Fondi: Milano Uno e Milano Due istituiti e gestiti da BNP Paribas REIM SGR pa).

I Fondi comuni di investimento immobiliare di diritto italiano sono ormai arrivati in una fase di maturità.

Lo prova il livello della patrimonializzazione (giunto nel primo semestre 2011 alla ragguardevole cifra di 24.334,4 milioni di euro), come anche la sempre crescente tendenza verso forme di specializzazione per tipologie degli immobili oggetto di investimento e la sempre crescente quota di Fondi specializzati ovvero appositamente costituiti per investire su un'unica tipologia immobiliare.

2.2. Le diverse tipologie di investimento nel settore immobiliare

La forma di investimento più tradizionale e più diffusa nel settore immobiliare è costituita dall'acquisto diretto di un edificio o di una unità immobiliare residenziale.

Meno diffuso, ma altrettanto tradizionale, è l'investimento in azioni di società quotate (ancora molto poche nel nostro Paese: undici per l'esattezza), operanti nel settore immobiliare.

L'entrata nel mercato di nuovi intermediari finanziari (i Fondi comuni di investimento) e di nuovi prodotti ha reso più ampia, e quindi più complessa, la scelta dell'investitore.

Oggi è infatti possibile, sia per un investitore retail, che per un investitore qualificato, acquistare le quote di un Fondo di investimento immobiliare e diventare in tal modo proprietario, in forma indiretta e per una quota parte più o meno grande, di un patrimonio immobiliare.

Occorre però evidenziare come il numero di Fondi retail quotati (che a luglio 2024 risultano quattro) sia di gran lunga inferiore rispetto ai Fondi riservati a investitori qualificati (non quotati)¹. Questo fenomeno della note-

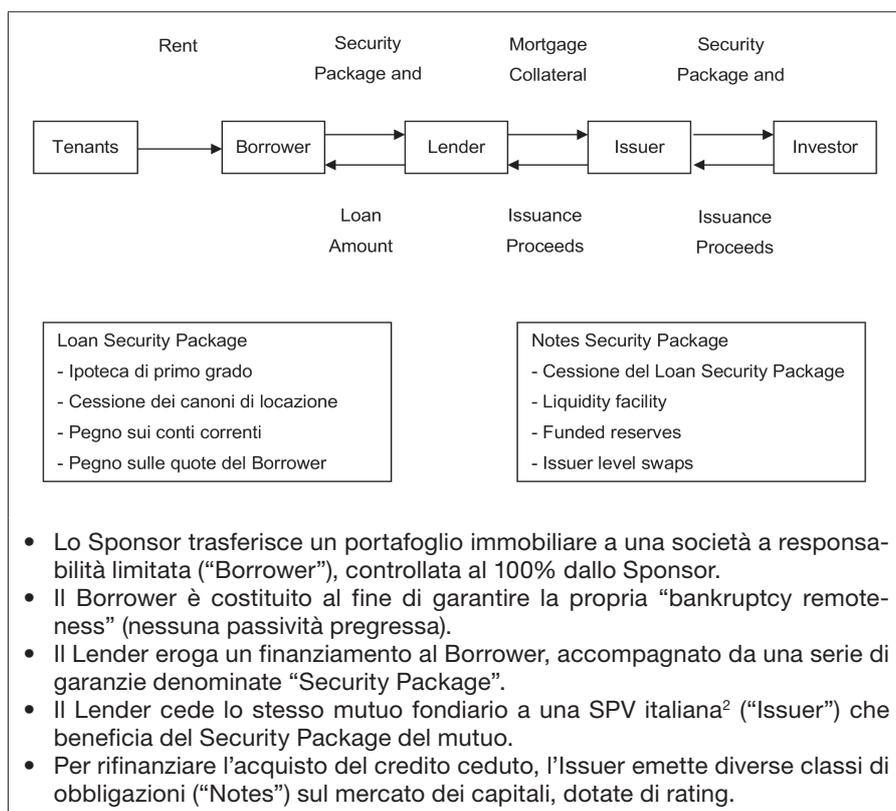
1. Secondo i dati del rapporto "Gli investimenti finanziari dei Fondi immobiliari italiani. Monitor sulla finanza immobiliare", curato da Università di Parma per Confindustria Assoimmobiliare, su un campione di 10 SGR analizzate, i Fondi immobiliari gestiti sono esclusivamente Fondi riservati (215).

vole crescita dei Fondi riservati e della contemporanea stasi dei Fondi retail, evidenzia per quanto attiene i Fondi riservati la disponibilità e l'interesse di capitali di notevole entità per l'investimento immobiliare.

D'altro lato la storia dei Fondi retail mostra inesorabilmente come per il risparmiatore italiano l'investimento immobiliare compiuto in forma indiretta sia ancora un terreno in buona parte vergine.

Altra alternativa interessante per il moderno investitore è rappresentata dalla possibilità di acquisto di titoli obbligazionari ABS e CBMS.

I CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) sono titoli con rating, emessi a fronte di una cartolarizzazione di finanziamenti ipotecari di immobili commerciali a reddito.



- Lo Sponsor trasferisce un portafoglio immobiliare a una società a responsabilità limitata ("Borrower"), controllata al 100% dallo Sponsor.
- Il Borrower è costituito al fine di garantire la propria "bankruptcy remoteness" (nessuna passività pregressa).
- Il Lender eroga un finanziamento al Borrower, accompagnato da una serie di garanzie denominate "Security Package".
- Il Lender cede lo stesso mutuo fondiario a una SPV italiana² ("Issuer") che beneficia del Security Package del mutuo.
- Per rifinanziare l'acquisto del credito ceduto, l'Issuer emette diverse classi di obbligazioni ("Notes") sul mercato dei capitali, dotate di rating.

Figura 2.1 – Tipica struttura di un'operazione CMBS (fonte: Morgan Stanley)

2. La legge italiana di riferimento della cartolarizzazione è la Legge n. 130 del 1999.