Dipartimento di Economia e Finanza
Corso di laurea magistrale in Economia e Finanza
Cattedra di Real Estate Finance

LA DIVERSIFICAZIONE NEGLI INVESTIMENTI IMMOBILIARI

RELATORE
Prof. ***Gaetano Casertano***

CORRELATORE
Prof. ***Emilio Barone***

CANDIDATO
Francesco Desideri

Matricola **659991**

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

Sintesi

Introduzione

L'obiettivo dell'elaborato è quello di evidenziare come un'adeguata politica di diversificazione negli investimenti immobiliari consenta di ridurre il rischio complessivo, a parità di rendimento, insito nel portafoglio immobiliare detenuto dall'impresa. Infatti tutte le imprese, operando in condizioni di incertezza, sono per loro natura esposte a rischi, legati alla non perfetta conoscenza dei possibili eventi e delle dinamiche evolutive.

A partire dalla seconda metà del ventesimo secolo, parallelamente alla crescente globalizzazione ed alla finanziarizzazione dell'economia, sono aumentate le interazioni tra i diversi mercati e tra le imprese, che hanno contribuito ad aumentare il rischio complessivo del sistema economico-finanziario. Pertanto, sempre maggiore attenzione è stata posta alla formulazione di modelli per il calcolo del rischio insito negli investimenti, e dunque nel sistema economico nel suo complesso.

Ovviamente, data l'avversione al rischio degli investitori, investimenti più rischiosi dovranno presentare rendimenti attesi più elevati per poter essere presi in considerazione

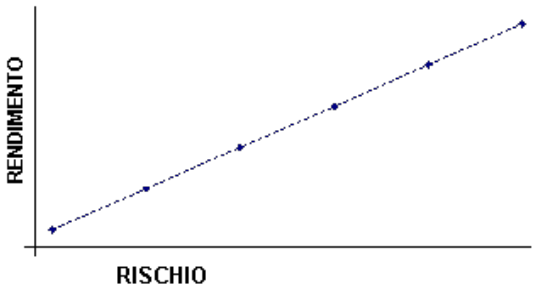
1. Il legame tra rischio e diversificazione

Le organizzazioni imprenditoriali, in quanto tali, sono esposte a rischi, ossia operano in condizioni di incertezza, quest'ultima legata all'imperfetta conoscibilità degli eventi. Tali condizioni inducono l'organo di governo dell'impresa a considerare la rischiosità insita nei singoli investimenti tra i principali elementi ispiratori della sua azione. Il concetto di rischio può essere definito, in una prima approssimazione, come l'esposizione di un'entità a diversi possibili eventi o dinamiche, in grado di modificarne più o meno significativamente lo stato. L'idea stessa di rischio è stata al centro di numerose e contrapposte interpretazioni. Possiamo, in una prima analisi, suddividere queste in due macro-orientamenti: da una parte, una visone di questo in senso "negativo", che risulta ad oggi essere la più utilizzata, dall'altra, invece, una concezione più "neutra", dove esso risulta avere una connotazione, che può essere positiva o negativa, variante nel tempo.

Tali premesse consentono di approfondire i rapporti sussistenti tra l'impresa ed il sistema finanziario (livello macro), da un lato, e tra l'impresa e le specifiche componenti strutturali del sistema finanziario stesso (livello micro), dall'altra. Un'adeguata analisi delle relazioni rappresenta dunque un punto centrale ai fini dell'azione di governo dell'impresa.

Nell'ottica dell'investitore, si delinea la seguente relazione delinea tra il rendimento mediamente atteso dall'investimento (E) ed il rischio in esso insito, che è espresso dalla volatilità (σ): $E = f(\sigma)$.

Analizzando la relazione tra rischio e rendimento dall'ottica dell'investitore, possono essere definite le sue curve di indifferenza, ognuna corrispondente all'insieme di combinazioni rischio-rendimento rispetto alle quali egli sarà indifferente. Graficamente:



Il grafico mostra chiaramente il rapporto di diretta proporzionalità tra le due variabili; infatti il rendimento atteso dall'investitore, com'è ovvio, sarà proporzionato alla quantità di rischio che egli si assume. Possono dunque coesistere diverse combinazioni di rischio e rendimento che portano, all'investitore, la stessa utilità attesa. L'unione grafica di tali punti costituisce proprio la curva di indifferenza. Maggiore è la concavità della curva, maggiore è la sua avversione al rischio.
La crescita della cultura del rischio, a livello del sistema finanziario, se da un lato ha contribuito ad un'implementazione delle azioni di indirizzo e regolazione da parte dell'organo di governo e alla mappatura e mitigazione dei rischi da parte della struttura operativa, dall'altro ha evidenziato nuove possibilità connesse ad azioni di trasferimento di questo tra diversi operatori, le quali possono mettere a repentaglio la stabilità e la sopravvivenza del sistema finanziario stesso.
Il risultato di tale evoluzione è stato dunque l'emergere di un crescente rischio sistemico, legato alla possibilità di una propagazione degli effetti negativi innescati dalla condotta di singoli operatori finanziari sull'intero sistema.
Il rischio, per un investitore, di detenere un'azione o un titolo è che i suoi rendimenti effettivamente realizzati in ogni periodo siano diversi da quelli attesi, stimati cioè al momento di intraprendere l'investimento. Possiamo ricondurre ciò a due ragioni:

- Notizie specifiche sull'impresa.
- Notizie riguardanti il mercato, che fanno riferimento all'intera economia e dunque hanno ripercussione sulle singole imprese.

Le fluttuazioni di rendimento dei titoli dovute a notizie specifiche sull'impresa sono rischi indipendenti; tali rischi, essendo intrinsechi alla singola attività, non sono correlati tra le varie imprese. Questo tipo di rischio è definito come rischio specifico dell'impresa, caratteristico e dunque diversificabile. Le fluttuazioni dei rendimenti dovute invece a notizie riguardanti il mercato rappresentano un rischio comune. Questo tipo di rischio è detto rischio sistematico, non diversificabile, poiché colpisce l'intero sistema.
Dunque, quando si riuniscono molti titoli in un portafoglio di grandi dimensioni, il rischio specifico, insito nelle caratteristiche delle singole esposizioni, si compensa e viene diversificato, poiché coesisteranno, al suo interno, variazioni al rialzo e al ribasso rispetto ai rendimenti attesi, in seguito alle diverse evoluzioni delle singole specificità. Invece il rischio sistematico, proprio per le sue caratteristiche, avrà ripercussioni sull'intero portafoglio, perciò non potrà essere diversificato.
La volatilità complessiva del portafoglio sarà dunque soggetta a diminuzione con l'aggiunta di nuovi titoli, fino a quando si potrà approssimare a quella insita nel solo rischio sistemico, che influenza, come detto, tutti i titoli. Pertanto, in un mercato competitivo, il premio per il rischio diversificabile è nullo. La diversificazione non è invece in grado di ridurre la componente relativa al rischio sistematico; anche detenendo un portafoglio ampiamente diversificato, un investitore sarà sempre esposto ai rischi che colpiscono l'intera economia. Dato che gli investitori sono avversi al rischio, richiederanno un premio per il rischio sistematico.
Da tali considerazioni possiamo dedurre che la volatilità di un titolo (σ), che misura il rischio totale insito in esso, sia specifico che sistematico, non sarà utile per la determinazione del premio per il rischio che gli investitori si aspettano. Per stimare il rendimento atteso del titolo, è dunque necessario stimare una misura del rischio sistematico dello stesso. Per misurare il rischio sistematico associato al titolo, occorre determinare quanto la variabilità del suo rendimento è dovuta al rischio di mercato, e quanto a quello specifico. Ciò che si vuole determinare è dunque il grado in cui il titolo è sensibile agli shock sistematici che colpiscono l'economia nel complesso.

Il concetto chiave per la misurare tale rischio è quello di trovare un portafoglio ben diversificato, che sia esposto cioè al solo rischio sistematico. Questo tipo di portafoglio viene definito *portafoglio efficiente*, cioè che non può essere ulteriormente diversificato; in tal caso non vi è alcun modo di ridurre il rischio senza rinunciare a parte dei rendimenti attesi.
Dato che otteniamo un aumento della diversificazione aumentando il numero dei titoli detenuti nel portafoglio, il portafoglio efficiente dovrà essere di grandi dimensioni e contenere diversi tipi di titoli. Sarà dunque ragionevole considerare un portafoglio contenente tutte le possibili azioni e titoli presenti sul mercato, definito *portafoglio di mercato.* Assumendo che questo sia efficiente, allora i suoi cambiamenti di valore rifletteranno in pieno gli shock di sistema dell'economia.
Possiamo misurare il rischio sistematico associato ad un titolo calcolando la sensibilità del suo rendimento rispetto a quello del portafoglio di mercato, mediante un apposito coefficiente beta (β) riferito al titolo spesso, che misura la sensibilità del titolo ai fattori di rischio del mercato.
Un'opportunità di investimento dev'essere valutata in base al suo costo del capitale, ovvero dal rendimento atteso da investimenti alternativi disponibili sul mercato con rischio e durata compatibili. Nello specifico, esso corrisponde al tasso privo di interesse privo di rischio più un premio rapportato al rischio assunto.
Tale affermazione implica implicitamente che l'entità del premio richiesta dagli investitori dipenderà dalla loro avversione al rischio. E' possibile misurare l'attitudine al rischio di mercato degli investitori in base al portafoglio di mercato; infatti, il premio che questi possono ottenere detenendo il portafoglio di mercato risulta pari alla differenza tra il rendimento atteso del portafoglio di mercato (R_{mkt}) il tasso privo di rischio (r_f). Tale quantità può essere interpretata come la ricompensa che si aspettano gli investitori che detengono un portafoglio con un beta unitario. A questo punto, si può utilizzare il beta, che sintetizza l'esposizione al rischio sistematico del titolo, come moltiplicatore del premio per il rischio di mercato, ottenendo così la seguente espressione:

$$Rendimento\ richiesto\ per\ l'investimento = r_f + \beta * (E(R_{mkt}) - r_f)$$

Il rendimento richiesto dall'investitore per assumersi il rischio (sistemico) connesso al titolo è pari alla somma del tasso di interesse privo di rischio, cioè il premio per la mancata disponibilità di liquidità per il periodo relativo all'investimento, e del premio per il rischio di mercato, opportunamente ponderato per il beta del titolo.
Tale equazione per la stima del costo del capitale, o rendimento richiesto dagli investitori, è anche indicata come CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Questo risulta, ad oggi, essere il modello principalmente utilizzato nella pratica, ed è stato sviluppato in seguito alla nascita ed alla diffusione della Moderna Teoria di Portafoglio, che fa riferimento essenzialmente al contributo di H. M. Markowitz , che con la sua opera "Portfolio Selection", nel 1952, è stato il primo a formalizzare il ruolo della diversificazione nella formazione di un portafoglio di mercato ottimale.
Il suo studio si basa sull'analisi del processo che genera la domanda e l'offerta di attività finanziarie in funzione del rapporto tra rischio e rendimento da esse espresso. Il principio base che governa la sua teoria è che, al fine di costruire un portafoglio efficiente, occorre individuare una combinazione di titoli tale da minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento complessivo dello stesso. Per far sì che ciò accada, i titoli che lo compongono non devono presentare una perfetta correlazione.
Le assunzioni alla base del suo lavoro sono le seguenti:

- Gli investitori intendono massimizzare la ricchezza finale e sono avversi al rischio.
- Il periodo di investimento è unico.

- I costi di transazione e le imposte sono nulli.
- Le attività sono supposte perfettamente divisibili.
- Il valore atteso dell'investimento e la volatilità sono gli unici parametri che guidano la scelta.
- Si opera in presenza di un mercato concorrenziale.

Il rendimento nominale di un'attività finanziaria, in riferimento ad un determinato orizzonte temporale, si definisce come il flusso monetario totale generato, inclusi i guadagni o le perdite in conto capitale, espresso come frazione del suo prezzo iniziale. Il rischio può essere definito come il grado di incertezza che il mercato esprime sulla effettiva realizzazione dei rendimenti attesi dall'attività in questione. Entrambe le quantità possono essere oggetto di misurazione sia ex-ante, sia ex-post. Il rendimento di un titolo azionario (R_T), misurato ex-post su un periodo di durata T, può essere espresso come:

$$R_T = \frac{P_T - P_0 + D_T}{P_0}$$

Dove P_0 e P_T sono i prezzi di mercato relativi, rispettivamente, all'inizio e alla fine del periodo, mentre con D_T indichiamo il dividendo per azione, percepito dall'investitore alla fine del periodo.
Il rendimento ex-ante è quello stimato all'inizio del periodo di investimento. Poiché, in tal caso, le variabili P_T e D_T non sono note è necessario fare delle previsioni sul loro valore futuro. L'approccio classico considera R_T, se valutato ex-ante, come una variabile casuale distribuita normalmente caratterizzata da un valore medio (μ), che misura il rendimento atteso sul titolo, da un livello di varianza (σ^2), assunto come misura attendibile dell'incertezza riguardante il rendimento atteso e da una distribuzione di probabilità che identifica statisticamente il processo generatore dei prezzi. Il rendimento atteso viene definito come:

$$\mu = \mathrm{E}(R_T) = \sum_{i=1}^{n} R_i * p(R_i)$$

Dove $p(R_i)$ è la probabilità che il rendimento atteso, per il titolo i-esimo, sia uguale, ex-post, al valore R_i, stimato ex ante.
Nell'ambito della Moderna Teoria del Portafoglio (*MPT – Modern Portfolio Theory*), un'attività finanziaria si considera tanto più rischiosa quanto più elevata risulta la probabilità di dispersione dei rendimenti futuri rispetto al valore medio stimato. Una valida misura statistica di questo effetto è rappresentata dalla varianza, definita come somma degli scarti dalla media al quadrato pesati per le rispettive probabilità di realizzazione, ed espressa dalla relazione:

$$\sigma^2 = Var(R) = \sum_{i=1}^{n} (R_i - \mu)^2 * p(R_i)$$

Un'assunzione fondamentale del mondo riguarda la distribuzione delle probabilità sulla quale si regge il meccanismo di formazione dei rendimenti, la quale si ipotizza essere di tipo Normale. Ciò significa considerare che i prezzi siano generati da un processo casuale che esprime un valore medio atteso uguale a μ e una varianza pari a σ^2.

Per calcolare il rischio e il rendimento di un portafoglio costituito da N titoli è necessario fare riferimento alla correlazione esistente tra i titoli e al rapporto tra la frazione di ricchezza investita su ogni titolo (W_j) e quella totale di portafoglio (W); indicando tale valore con w_j, avremo:

$$w_j = \frac{W_j}{W}$$

Si può affermare che per un portafoglio composto da n attività rischiose le espressioni del rendimento atteso e della varianza ex-ante sono le seguenti:

$$\mu_p = \sum_{i=1}^{N} w_i * \mu_i$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{N}\sum_{j=1}^{N} w_i * w_j * Cov_{i,j} = \sum_{i=1}^{N}\sum_{j=1}^{N} w_i * w_j * \sigma_i * \sigma_j * \rho_{i,j}$$

Dove $Cov_{i,j}$ e $\rho_{i,j}$ rappreentano, rispettivamente, la covarianza e il coefficiente di correlazione tra il titolo i-esimo e il titolo j-esimo. I rendimenti e le varianze attese per i singoli titoli che compongono il portafoglio sono considerate variabili casuali, governate da una distribuzione di probabilità condizionata che tiene conto del legame esistente tra un titolo e i fattori di mercato che ne influenzano il rendimento. Questa equazione implica che la varianza di un portafoglio è pari alla somma delle covarianze dei rendimenti di tutte le coppie di titoli nel portafoglio, ciascuna moltiplicata per i rispettivi pesi. Pertanto, la variabilità totale del portafoglio dipende da come i titoli che lo compongono covariano tra loro. Utilizzando le proprietà della covarianza, la varianza del portafoglio può essere riscritta come segue:

$$Var(R_p) = Cov(R_p, R_p) = \sum_i w_i * Cov(R_i, R_p) = \sum_i w_i * \sigma_i * \sigma_p * \rho_{i,p}$$

Questa equazione implica che la varianza di un portafoglio equivale alla covarianza media, ponderata per il suo peso, di ogni azione con il portafoglio, quindi il rischio del portafoglio dipende dal modo in cui ogni singolo rendimento azionario si muove in relazione al portafoglio stesso. Dividendo entrambi i membri dell'equazione per la volatilità del portafoglio, otteniamo la seguente equazione:

$$\sigma_p = \sum_i w_i * \sigma_i * \rho_{i,p}$$

Tale espressione indica che ogni titolo contribuisce alla volatilità del portafoglio in base alla volatilità ad esso connessa, ponderata alla correlazione del titolo con il portafoglio, corrispondente alla frazione del rischio totale comune al portafoglio.
Pertanto, combinando più titoli all'interno del portafoglio, escludendo il caso in cui tutti i titoli mostrino perfetta correlazione con il portafoglio (e dunque l'una con l'altra), il rischio complessivamente detenuto sarà minore della media ponderata delle volatilità dei singoli titoli, cioè:

$$\sigma_p = \sum_i w_i * \sigma_i * \rho_{i,p} \leq \sum_i w_i * \sigma_i$$

L'uguaglianza vale solo nel caso in cui ogni $\rho_{i,p} = 1$, che si verifica quando tutti i titoli presentano una perfetta correlazione. Si dimostra pertanto che è possibile eliminare parte della volatilità del portafoglio mediante un'adeguata diversificazione.
Comunque, non tutti i portafogli costituiti da molti titoli sono efficienti; sono definiti *portafogli efficienti* quelli che, avendo un uguale livello di volatilità, offrono il più alto rendimento atteso, e viceversa. L'insieme di tali portafogli, relativi a diverse combinazioni ottimali tra rischi e rendimenti attesi, viene chiamata *frontiera efficiente.* In generale, aggiungere nuove opportunità di investimento permette una maggiore diversificazione, e migliora dunque la frontiera efficiente. Quindi, per ottenere il set di combinazioni rischio-rendimento migliori possibili, occorrerà aggiungere titoli fino a quando non sono state inserite nel portafoglio tutte le opportunità di investimento che consentono di migliorare la sua efficienza.

Negli attuali approcci d'investimento si sono sviluppati diverse strategie di diversificazione, che si possono suddividere in:
- Diversificazione temporale;
- Diversificazione tra titoli;
- Diversificazione geografica;
- Diversificazione dei potenziali di crescita;
- Diversificazione strutturale.

La *diversificazione temporale* consiste nel diversificare i propri investimenti in base alla loro durata, in modo da poter differenziare le tempistiche connesse ai rendimenti dei singoli titoli. Per avere un'adeguata *diversificazione tra titoli* occorre investire in titoli diversi fra loro ed emessi da enti e società che operano in settori diversi. La *diversificazione geografica* invece, è utilizzata per sfruttare le divergenze dei cicli economici in essere nelle diverse aree geografiche. Nella *diversificazione dei potenziali di crescita* si mira ad investire sui mercati emergenti e su titoli di società dinamiche e in crescita; si tratta di una forma di investimento molto complessa e rischiosa. La *diversificazione strumentale* infine, ha come obiettivo quello di massimizzare i risultati nel lungo termine grazie alla riduzione delle fluttuazioni esistenti negli investimenti di tipo azionario, attraverso l'introduzione, nel portafoglio, di strumenti specializzati, acquistati per tale scopo.

2. Il mercato immobiliare

Il nostro ordinamento giuridico considera beni immobili, secondo le disposizioni dell'Art. 812 del Codice Civile, *"il suolo, le sorgenti e i corsi d'acqua, gli alberi, gli edifici e le altre costruzioni, anche se unite al suolo a scopo transitorio, e in genere tutto ciò che naturalmente o artificialmente è incorporato al suolo. Sono reputati immobili i mulini, i bagni e gli altri edifici galleggianti quando sono saldamente assicurati alla riva o all'alveo e sono destinati ad esserlo in modo permanente per la loro utilizzazione. Sono mobili tutti gli altri beni".*
Le proprietà immobiliari sono asset unici se comparati agli altri beni, le cui peculiarità derivano dalle loro caratteristiche intrinseche, dall'ordinamento giuridico e dalle scelte degli investitori. Tra le loro principali caratteristiche occorre menzionare: l'eterogeneità, l'immobilità, l'indistruttibilità del suolo, la localizzazione, l'alto valore unitario, l'illiquidità e la complessità gestionale. Essi possono essere, congiuntamente, beni di consumo e di investimento.
Oltre alle caratteristiche dei beni immobili è necessario considerare tutte le specificità dei mercati di riferimento, riguardanti la loro segmentazione, la trasparenza ridotta, la presenza Statale, i costi ed il numero ridotto delle transazioni e lo squilibrio tra domanda ed offerta. Contrariamente ai mercati

borsistici, altamente centralizzati, il mercato immobiliare è infatti fortemente segmentato a livello geografico. Il mercato immobiliare, a causa della sua scarsa trasparenza, risulta essere soggetto ad asimmetrie informative; alcuni valori, come ad esempio la dimensione dell'edificio e l'anno di costruzione sono comunemente disponibili, ma informazioni essenziali, quali lo stato di manutenzione o la qualità della costruzione sono difficilmente accessibili, se non dopo un'attenta analisi. Gli investitori immobiliari possono essere di diverso tipo, e vengono distinti in:

- Privati e famiglie
- Istituzioni
- Fondi d'investimento
- Società immobiliari
- Altre imprese
- Stato, inteso in senso lato (considerando cioè tutti i livelli amministrativi).

Quest'ultimo ricopre un ruolo estremamente importante nel settore: esso può agire come regolatore, e può intervenire dal punto di vista legislativo, specialmente in materia fiscale. Esso inoltre coordina lo sviluppo urbano, emanando norme concernenti l'assetto territoriale, e deve provvedere anche a fornire abitazioni per i meno abbienti, al fine di adempiere la sua funzione sociale.

Il settore immobiliare è stato investito, a partire dagli anni '90, da una profonda trasformazione, indirizzata verso uno sviluppo più moderno ed integrato del settore. Tra le principali evoluzioni conseguenti a tale innovazione possiamo riscontrare: l'innovazione tecnologica e gestionale, le dismissioni pubbliche di beni e società di gestione (privatizzazioni) e la creazione di nuovi strumenti finanziari per il comparto immobiliare.

In Italia, il *Decreto Legislativo n. 104* del 16 febbraio 1996 ha contribuito a tale trasformazione, attraverso diversi punti da esso stabiliti in materia di obiettivi e vincoli. Di notevole importanza sono quelli riguardanti la determinazione di diversi obiettivi sul piano della gestione del risparmio, come il raggiungimento di una gestione economicamente soddisfacente e la valorizzazione del patrimonio immobiliare, ed il superamento della gestione diretta del patrimonio da parte degli Enti previdenziali. Tale decreto inoltre segna l'inizio della fase di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, congiuntamente al rinnovamento di criteri e forme gestionali di amministrazione degli asset da parte degli Enti. Un suo importante merito è stato quello di riuscire ad innovare l'approccio delle Pubbliche Amministrazioni riguardo l'ottimizzazione della gestione immobiliare.

Seppur in ritardo rispetto agli altri Paesi Europei, anche l'Italia si è dotata, nell'ultima decade, di strumenti finanziari in grado di far convergere sia il risparmio della famiglia, che l'interesse degli investitori istituzionali verso il settore immobiliare. Lo sviluppo di tali strumenti ha condotto verso un processo di "*finanziarizzazione",* che ha anche contribuito a combattere i fenomeni della scarsa trasparenza e della carenza di liquidità connessi con il mercato immobiliare, creando progressivamente comportamenti formalizzati, procedure rigorose e servizi qualificati.

Tale processo, sviluppatosi in Italia nell'ultima decade, ha provocato una profonda trasformazione del settore; infatti, attraverso la nascita delle operazioni di cartolarizzazione, edifici e proprietà immobiliari possono essere scambiati sul mercato dei capitali alla stregua degli altri titoli negoziabili, con caratteristiche di rischio e rendimento a questi comparabili.

L'obiettivo principale di tale processo è sia quello di ridurre l'illiquidità, tipica del mercato immobiliare, sia di valorizzare la strategia gestionale, attraverso la scelta del finanziamento più adatto alle caratteristiche del progetto.

I soggetti coinvolti nell'investimento immobiliare sono molteplici; essi si possono distinguere nelle categorie di investitori privati, investitori istituzionali, aziende e Stato.
Gli investitori privati rappresentano un'alta percentuale degli investitori totali, essendo, in quasi tutti i Paesi, i principali proprietari di immobili adibiti ad abitazione e degli immobili destinati allo svolgimento della propria attività commerciale, industriale o artigianale.
Nella categoria degli investitori istituzionali si trovano principalmente i fondi, sia pensionistici che privati, le assicurazioni, gli Enti territoriali e previdenziali, nonché le banche d'investimento; a tale categoria appartengono dunque operatori professionali, che investono al fine di locare e rivendere, piuttosto che per l'utilizzo diretto. I fondi immobiliari, in particolare, sono dei fondi comuni d'investimento specializzati in modo esclusivo o prevalente nell'investimento immobiliare, aventi l'obbligo di investire il loro patrimonio, in misura non inferiore ai due terzi, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, sia tramite investimenti diretti, che indiretti. Essi sono prevalentemente istituiti in forma chiusa, prevendo un diritto al rimborso della quota sottoscritta solo ad una determinata scadenza. Il fondo, tipicamente gestito da una Società di Gestione del Risparmio (SGR).
La durata minima prevista per tali tipologie di investimento finanziario è pari a dieci anni e non può essere superiore al termine di durata della SGR che l'ha costituito, salvo la possibilità di Banca d'Italia di consentire una proroga, comunque non superiore a tre anni, nel caso in cui si necessita di altro tempo per completare lo smobilizzo degli investimenti; inoltre, nel caso specifico dei fondi chiusi, non può superare i trent'anni. I fondi immobiliari nascono con una dotazione iniziale prestabilita, il patrimonio è raccolto mediante una o più emissioni di un numero predeterminato di quote; l'obiettivo del fondo è quello di raccogliere un determinato ammontare di denaro tramite i suoi sottoscrittori, che sarà utilizzato per la gestione del portafoglio.

Il principale strumento operativo in grado di identificare e definire tutti gli elementi riguardanti un determinato progetto, al fine di fornire un'analisi più adeguata possibile e di valutarne i punti critici e le potenzialità ad esso connesse, sia a livello quantitativo che qualitativo, è il Business Plan. Esso può riguardare l'analisi dell'intera impresa, di una parte di essa o di un suo specifico progetto. Le sue principali finalità sono e riferite a:

- Mantenere un'opportuna dotazione patrimoniale e contenere il rischio.
- Effettuare un'efficace gestione degli immobili in portafoglio.
- Creare e mantenere un'adeguata struttura finanziaria.
- Creare valore per gli azionisti.

Tale attività di pianificazione e controllo consiste principalmente nella definizione di obiettivi a carattere strategico, nella predisposizione di piani d'azione in un ottica di medio o lungo periodo, nella redazione periodica dei budget e nell'analisi ex-post degli scostamenti tra le previsioni ed i risultati effettivamente conseguiti, elaborando opportuni report.
Tale processo, per le società di gestione del risparmio, prevede la redazione di Business Plan e dei budget relativi ad ognuno dei fondi immobiliari gestiti. Obiettivo del Business Plan, all'interno di un fondo immobiliare, è dunque quello di consentire una gestione integrata del portafoglio, indicando le linee strategiche ed operative di gestione sia per gli immobili in portafoglio, sia per quelli che si intende acquistare. Inoltre, tale strumento consente di analizzare il contributo in termini economici, patrimoniali e finanziari delle opportunità connesse a nuovi investimenti immobiliari, inserendoli in un modello già definito nelle sue strategie.

L'investimento immobiliare può essere effettuato *direttamente*, mediante l'acquisto del bene immobile, o *indirettamente*, mediante la sottoscrizione di partecipazioni in un fondo comune di investimento.
L'investimento di tipo diretto consente di scegliere il bene immobile e destinarlo all'uso che si preferisce, compatibilmente alle sue caratteristiche ed ai vincoli normativi descritti nei piani catastali. L'acquisto e la vendita di un immobile comportano notevoli costi, oltre all'impiego di molto tempo, solitamente diversi mesi, necessario per concretizzarne l'operazione. Pertanto un investimento diretto in immobili generalmente deve essere effettuato in un arco temporale adeguato, di solito non breve. Occorre inoltre considerare anche tutte le spese che si devono sostenere nel tempo, come le ristrutturazioni, la messa a norma dell'immobile, le imposte e le tasse che gravano sullo stesso, le eventuali spese condominiali e quelle di manutenzione.
Investire nel mercato immobiliare mediante l'acquisto di quote di fondi comuni d'investimento immobiliari, oppure, soprattutto nel caso degli investitori istituzionali, mediante la costituzione di fondi da essi interamente sottoscritti, può consentire di accedere al settore senza dover sostenere direttamente i costi operativi e gestionali. Il fondo immobiliare viene gestito in modo professionale dalla società di gestione, al fine di cogliere le migliori opportunità che il mercato offre e di conseguire i migliori risultati possibili, rispettando comunque la politica di investimento, predeterminata, del fondo. In tale tipologia di investimenti, l'acquisto e la vendita delle quote di solito avviene in pochi giorni.

Storicamente il settore immobiliare è sempre stato connotato da ciclicità. Come per tutti gli investimenti, il rendimento passato può essere indicativo ma non presuppone che venga replicato nel futuro, pertanto il rischio di un investimento immobiliare sussiste in maniera particolare nel breve termine, soprattutto in conseguenza di eventuali crisi di mercato di portata internazionale, come quella recentemente avvenuta.
Gli investimenti immobiliari possono essere classificati, diversificandoli in base ai rischi insiti in essi, in *Core*, *Core Plus*, a *Valore Aggiunto* e *Speculativi*. Si può avere un portafoglio di investimenti di buona qualità detenendo investimenti appartenenti alle diverse tipologie, purché questi siano adeguatamente diversificati in termini di destinazione d'uso e area geografica. Nello specifico:

- Quelli di tipo *Core* presentano un basso, o nullo, livello di indebitamento, bassi livelli di rischio e rendimento atteso, con flussi di cassa futuri di entità quasi certa. I fondi che adottano tale tipologia investono di solito in proprietà di valore stabile, completamente affittate, possibilmente da più affittuari, situate nelle principali città metropolitane.
- Quelli riconducibili alla tipologia *Core Plus* hanno livelli di rischio e rendimento leggermente più alti rispetto ai primi, seppur moderati. I fondi che operano secondo tale schema investono quasi la totalità del capitale in investimenti core, includendo qualche elemento a valore aggiunto per rinforzare il rendimento del portafoglio.
- Gli investimenti a *Valore Aggiunto* presentano invece livelli di rischio e rendimento medio-alti. Gli asset vengono definiti a valore aggiunto quando presentano problemi a livello operativo, gestionale, oppure richiedono una ristrutturazione. La logica alla base di tale tipologia di investimenti è di acquistare la proprietà, migliorarla, infine venderla, in tempistiche adeguate.
- Gli investimenti *Speculativi*, insiti da alti livelli di rischio e rendimento potenziale. In tal caso, le proprietà necessitano di una profonda ristrutturazione, sia a livello tecnico che gestionale. Tali investimenti hanno natura tattica, e possono anche rivolgersi a progetti di sviluppo, mutui ipotecari, mercati immobiliari di nicchia.

Per proprietà immobiliare si intende ogni edificio o terreno, qualunque sia la sua destinazione d'uso. Basandosi su tale distinzione, si evidenzia una forte segmentazione del mercato. Nello specifico:

- I terreni rappresentano una categoria di primaria importanza nel settore immobiliare. Essi vengono distinti, grazie ai piani urbanistici, in edificabili e non edificabili; questi ultimi possono essere utilizzati per attività agricole, parchi, aree di riserva naturale o altro. Anche i terreni edificabili presentano, al loro interno, distinzioni basate sui loro indici di edificabilità. La posizione e la dimensione del terreno costituiscono elementi essenziali per la determinazione del suo valore e del suo potenziale di sviluppo.
- Il mercato residenziale, che può essere a sua volta scisso in due sottomercati, tra cui quello per le prime case, destinate cioè ad uso abitativo del proprietario, confinato in un area geografica limitata e quello per le seconde case, che presenta una più ampia espansione geografica rispetto al primo. Tra i principali fattori che guidano lo sviluppo del mercato residenziale si annoverano: lo sviluppo del Paese di riferimento a livello sociale ed economico; l'innalzamento della qualità di vita della popolazione, con il conseguente incremento delle richieste per abitazioni di buona qualità e con elevati standard funzionali; l'obsolescenza delle vecchie costruzioni, che implica dei cambiamenti riguardo l'offerta dei nuovi stabili. Le proprietà ad uso residenziale sono inoltre classificate in base alla loro qualità. Tra le variabili che ne determinano il valore troviamo: la posizione, la data di costruzione dell'immobile, la qualità della costruzione, i servizi offerti e gli standard abitativi della zona in cui è situata.

  Il mercato delle costruzioni ad uso industriale presenta invece delle caratteristiche differenti rispetto a quello residenziale. Questo risulta caratterizzato da: l'utilizzo diffuso di costruzioni prefabbricate, al fine di semplificarne il processo di offerta e di adattarla il meglio possibile alle evoluzioni connesse alla domanda; una grande continuità di produzione per tali strutture; una connessione minore con le dinamiche economiche del Paese, a meno che queste non siano talmente gravi da determinare la dismissione degli impianti nel territorio, presentandosi come shock di grande intensità; una domanda costante anche in condizioni di relativo stress del mercato, derivante dall'ottica di medio o lungo termine con cui gli investitori del settore prendono le proprie decisioni; una localizzazione di aree altamente industrializzate nei pressi delle principali arterie di comunicazione. Le costruzioni industriali si possono suddividere in fabbriche e magazzini. Queste sono generalmente delle strutture semplici, che presentano però delle specifiche caratteristiche tecniche, connesse al loro utilizzo.

  Negli anni recenti, nei paesi più industrializzati, si è assistito ad una riduzione del numero di stabilimenti produttivi, corrispondente ad un aumento di strutture atte a favorire i processi di logistica. Tale processo è dovuto al sempre più consistente fenomeno del trasferimento della produzione in Paesi con minori costi del personale, come Cina, India ed Est Europa.
- Il mercato delle costruzioni ad uso commerciale comprende sia i centri commerciali, situati nelle zone centrali delle città oppure in aree periferiche, sia i raggruppamenti di negozi. I centri commerciali possono essere ancorati ad un importante rivenditore, in grado di attrarre molti clienti, oppure no; in tal caso il centro si compone di una combinazione di rivenditori di dimensioni minori. Nel lungo periodo, un centro commerciale crea valore solo se riesce ad ottenere e mantenere una posizione competitiva nel mercato locale di riferimento. Sono necessari ingenti e continui investimenti da parte della proprietà per evitare l'obsolescenza del centro, che potrebbe comportare la perdita di clienti e affittuari. Una situazione particolarmente grave si verifica quando i principali rivenditori decidono di abbandonare il centro; ciò potrebbe causare il successivo abbandono anche da parte degli altri affittuari. Tale fenomeno è noto

come "*Death Spiral*". Generalmente l'affitto pagato dai vari rivenditori si compone di tre elementi: una quota base, un indice di inflazione, multiplo della quota base ed una percentuale dei ricavi.

In Italia, seppur in ritardo rispetto agli Stati Uniti, dove questo tipo di attività è nato, ed agli altri paesi europei, il settore ha sperimentato una forte crescita a partire dagli anni 2000.

- Il mercato delle costruzioni ad uso ufficio è strettamente legato al tasso di creazione di nuove imprese, dunque indirettamente anche al tasso di occupazione e di crescita dell'economia. Altri fattori che influenzano tale mercato sono: l'orientamento del sistema governativo riguardo lo sviluppo, la disponibilità di lavoratori qualificati, la presenza di aree residenziali in zone limitrofe e la disponibilità di servizi nella zona, come parcheggi, strade, trasporti pubblici ed altro. Lo studio del tasso di uffici liberi è molto importante per analizzare l'andamento di tale segmento; si tratta di un utile indicatore per misurare la performance del mercato in cui si vuole investire. Ad oggi, a livello Europeo, il mercato è comandato dagli affittuari; infatti, quasi tutte le principali città si trovano in una fase di declino economico, o al massimo di stabilità. Questo trend negativo è dovuto principalmente agli effetti della recente crisi economico-finanziaria che ha colpito l'intero sistema e dall'incremento di offerta non corrisposto da un adeguato aumento della domanda. Come nel settore residenziale, anche qui è presente una suddivisione basata sulla qualità delle proprietà immobiliari; infatti, generalmente, proprietà di elevato standard qualitativo, ubicate in zone centrali, godono di bassi tassi di uffici liberi.
- Il mercato alberghiero è composto da diverse categorie di proprietà adibite ad alloggio, suddivise in base alla tipologia e alla qualità dei servizi offerti. Il proprietario può, o meno, essere anche il manager della struttura. In quasi tutti i sistemi economici più sviluppati c'è la tendenza di separare la proprietà dal management, al fine di ottenere maggiore efficienza. Sempre crescente è infatti la tendenza ad aderire a grandi catene alberghiere, che possono avere carattere nazionale o internazionale, al fine di limitare il potere contrattuale di clienti e fornitori ed aumentare la visibilità sul mercato. In Italia l'offerta nel settore alberghiero risulta frammentata in base alla tipologia di struttura, alla posizione ed al tipo di amministrazione. Spesso la proprietà amministra direttamente la struttura. Il nostro Paese si trova in ritardo, riguardo la presenza delle grandi catene alberghiere sul territorio, rispetto agli altri paesi industrializzati. Infatti, gli investitori sono spesso poco stimolati a causa di tale segmentazione, che genera poca trasparenza e scarsità di informazione, nonostante il grande potenziale che il Paese possiede, generato dall'immenso patrimonio culturale che si trova al suo interno.

La diversificazione del portafoglio immobiliare può essere effettuata anche a livello geografico. La Teoria del Portafoglio, formulata dallo studio di Markowitz, viene ampiamente utilizzata per valutare i benefici di una diversificazione internazionale.

Negli ultimi anni, in parallelo alla progressiva ripresa del settore immobiliare dopo la recente crisi economica che ha colpito l'intero sistema, gli investimenti *cross-border* a livello europeo hanno riscontrato una crescita significativa. Per investimenti *cross-border* si intende l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici e la partecipazione di controparti residenti in Paesi diversi agli investimenti sul nostro territorio. L'obiettivo primario degli investimenti esteri è di tipo strategico, connesso in particolare al miglioramento del profilo di rischio del portafoglio. La ripresa del mercato italiano ha comportato l'aumento degli investitori esteri. La loro maggiore attività rispetto a quelli italiani è anche legata al fatto che questi ultimi hanno realizzato principalmente investimenti in Italia negli ultimi anni, dunque per loro una potenziale perdita sul mercato italiano sarebbe scarsamente compensata dalle plusvalenze generate

dagli investimenti esteri. Al contrario, alcuni investitori stranieri potrebbero sostenere senza gravi conseguenze una perdita in Italia, che verrebbe compensata dalle plusvalenze conseguite negli altri Paesi, in quanto i loro asset sono meglio distribuiti tra i vari paesi Europei.

In riferimento al mercato internazionale, si nota che, solitamente, le performance degli asset sono legate alla situazione economica locale. Mentre i rendimenti degli immobili aventi la stessa destinazione d'uso all'interno di un Paese tendono a muoversi nella stessa direzione in quanto influenzati da fattori simili, in un mercato internazionale, i fattori comuni tendono ad assumere una minore rilevanza, mentre si amplificano gli elementi di diversità tra i singoli asset. Ciò comporta un maggior grado di diversificazione dei fattori critici di rendimento. Da un'analisi di mercato riferita all'ultimo decennio, emerge che il costo derivante dal mancato investimento all'estero sia in aumento, a causa della crescente globalizzazione del mercato. Ad oggi, possiamo evidenziare almeno tre argomenti importanti che provano che la diversificazione geografica può offrire maggiori potenzialità di crescita per l'investitore, riguardanti, rispettivamente:

- La possibilità di investire in mercati più grandi e dotati di maggiore liquidità.
- Le opportunità associata a rendimenti potenzialmente più alti.
- La riduzione del rischio di portafoglio derivante dalla minore correlazione tra gli investimenti.

Sebbene quello italiano sia un mercato immobiliare grande e profondo, esso rappresenta soltanto una parte marginale dei quello globale. Perciò gli investitori italiani hanno a disposizione opportunità maggiori, a livello internazionale, rispetto a quelle offerte dal mercato domestico.

Per le imprese italiane, investire all'estero non è, tuttavia, esente da rischi. Innanzitutto, bisogna tenere in considerazione il rischio Paese, che può aumentare significativamente il rischio complessivo del portafoglio. Inoltre, devono essere adeguatamente considerati e conosciuti tutti gli aspetti fiscali e legislativi dei vari Paesi in cui si decide di investire. La conoscenza del mercato locale ha un ruolo molto importante nel determinare adeguatamente i rischi e le opportunità connesse all'investimento che si intende effettuare. Un'altra variabile da tenere in considerazione è quella degli effetti connessi a variazioni del tasso di cambio (rischio di cambio), in caso di investimenti al di fuori della zona euro. Se necessario, tale rischio va eliminato, o quantomeno limitato, mediante adeguate procedure di copertura. Il processo d'integrazione normativa a livello europeo e la creazione dell'Eurozona, hanno comunque limitato il rischio di cambio e reso più facile, per l'investitore italiano, aprirsi al mercato europeo. Inoltre, anche i paesi dell'Unione europea non membri dell'Eurozona si ritrovano spesso con una valuta fortemente ancorata all'euro, attenuando perciò, i rischi legati all'oscillazione del cambio.

Tali fattori, unitamente alla propensione degli investitori istituzionali italiani ad indebitarsi internamente, rendono poco agevole un'esposizione internazionale molto elevata. Tuttavia, al fine di massimizzare i benefici dell'investimento *cross-border*, essi stanno progressivamente aumentando l'allocazione all'estero delle loro risorse.

Un altro fattore a favore dell'investimento all'estero è rappresentato dalla vasta gamma di opportunità al di fuori del mercato interno, con conseguente possibilità di rendimenti superiori a quelli ottenibili nel proprio mercato. Il mercato globale è vasto e offre una grande varietà di investimenti, con differenti livelli di rischio associato. I diversi tassi di crescita demografica e di sviluppo economico dei vari Paesi costituiscono uno dei motivi principali di questa molteplicità di opportunità. Si può dunque affermare che l'investimento all'estero permetterebbe ad un investitore italiano di aumentare il profilo rischio-rendimento del portafoglio immobiliare, nel caso esso attualmente investa esclusivamente nel territorio italiano.

La Teoria Moderna di Portafoglio è uno strumento molto utilizzato per identificare le allocazioni ottimali, relative ai diversi mercati immobiliari, da detenere in un portafoglio. L'ipotesi alla base del

modello consiste nel fatto che il rischio di portafoglio viene ridotto investendo in immobili situati in mercati con coefficienti di correlazione tra loro negativi, o quantomeno bassi. Il modello consente di determinare la percentuale ottimale, rispetto alla quantità di investimenti totale presente nel portafoglio, da assegnare a ogni mercato, allo scopo di ottenere il rendimento più elevato per un determinato livello di rischio, misurato dalla volatilità complessiva del portafoglio. Minimizzando il rischio per ogni dato livello di rendimento del portafoglio, siamo in grado di determinarne la sua frontiera efficiente. I portafogli situati lungo la frontiera efficiente sono quelli diversificati in modo ottimale, mentre la scelta di dove posizionarsi, all'interno di tale frontiera, dipende dal livello di rischio che l'investitore vuole sostenere.
Possiamo dunque affermare che, limitando gli investimenti a un solo Paese, l'allocazione di portafoglio speso non risulta ottimale. In un mondo sempre più globalizzato è importante saper cogliere le varie opportunità offerte dai diversi mercati. Tuttavia, questo richiede all'investitore di possedere capacità e competenze a livello internazionale, allo scopo di permettergli di investire in mercati dove le dinamiche sono diverse rispetto a quelle del proprio Paese.

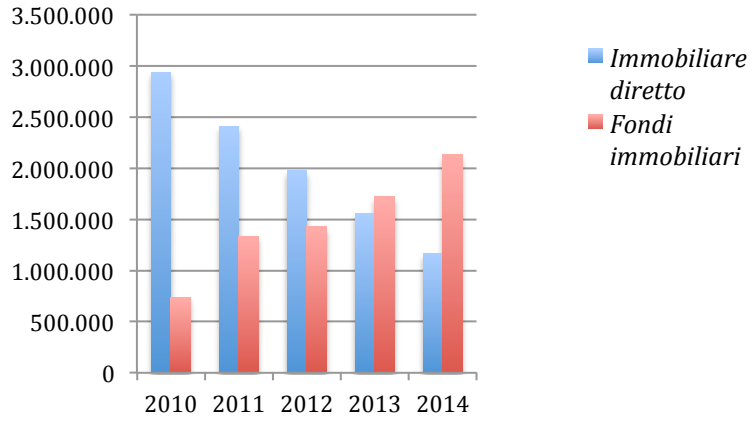
3. Il grado di diversificazione degli investitori istituzionali italiani

Possiamo notare, per i grandi investitori istituzionali nazionali, per i quali il Real Estate ha spesso costituito una quota importante dei loro asset, un progressivo aumento del grado di diversificazione di tali investimenti, seppur in ritardo rispetto agli altri Paesi economicamente avanzati. Nello specifico, gli investitori nazionali maggiormente attivi nel settore immobiliare sono costituiti dalle casse di previdenza, dai fondi pensione, dai fondi assicurativi e dalle fondazioni bancarie.
Gli investimenti operati a livello immobiliare dai principali Enti di previdenza, nella fase successiva alla loro costituzione, presentavano principalmente finalità di welfare interno, acquistando cioè immobili ad uso residenziale, o addirittura interi quartieri abitativi, del cui uso beneficiavano gli appartenenti alle categorie che finanziavano gli Enti. Tali proprietà, gestite internamente dagli Enti stessi, comportavano notevoli costi, sia per la loro gestione, sia per il loro mantenimento, che non sempre venivano coperti dagli affitti percepiti, che spesso presentavano canoni agevolati.
Successivamente tali Enti iniziarono a rendersi conto che questo tipo di investimenti non produceva rendimenti, sia a causa delle ingenti spese sostenute per la gestione, sia per le caratteristiche del settore residenziale, tendenzialmente stabile e poco redditizio. Iniziò pertanto un cambiamento dei tipi di investimenti effettuati, iniziando ad acquisire, sempre a livello diretto, costruzioni che potevano essere destinate ad uso uffici o commerciale. Si assistette così ad una prima fase di diversificazione sui portafogli di tali Enti, operata a livello settoriale sul territorio italiano.
Dall'inizio del nuovo millennio si assiste invece ad un cambiamento delle tipologie di investimenti effettuati, passando da quelli di tipo diretto a quelli indiretti, acquisendo, invece di immobili fisici, quote di fondi di investimento che operavano nel settore immobiliare, al fine di eliminare i costi di gestione e di mantenimento degli stabili, spesso influenti, e di creare un portafoglio diversificato a livello settoriale senza dover fisicamente detenere gli asset, rivolgendosi ad investitori professionali operanti nel settore. Iniziò così una nuova metodologia di investimento, favorita dalla finanziarizzazione del settore immobiliare avvenuta negli anni precedenti.
Negli anni più recenti, visto l'ingente patrimonio che spesso essi hanno a disposizione, oltre all'investimento in quote di fondi esterni, in cui la loro partecipazione era affiancata da una moltitudine di investitori, iniziano a costituire internamente dei fondi, di cui loro risultano spesso gli unici sottoscrittori. Tale metodologia è stata adottata dalle principali casse di previdenza.

La loro gestione veniva poi affidata a una Società di Gestione del Risparmio (SGR) esterna rispetto al fondo, la quale, operando professionalmente in qualità di specialista del settore, riusciva a formare un portafoglio di investimenti ben diversificato a livello settoriale, seppur spesso costituito, nella maggior parte dei casi, da immobili situati in Italia. La gestione degli immobili acquisiti dal fondo, poiché svolta da un operatore professionale, consentiva di ridurne notevolmente i costi operativi e manutentivi ad essi connessi.
Oltre che ad ingenti immissioni di liquidità, in tali fondi spesso gli Enti confluivano anche gli immobili che avevano acquistato precedentemente, la cui gestione era spesso problematica. Compito del gestore era quello di vendere tali asset sul mercato e progressivamente acquistarne altri con maggiori potenzialità e che meglio si conformavano, a livello diversificativo, con il portafoglio del fondo. Una procedura del genere, ovviamente, può richiedere anche molti anni, a causa della scarsa liquidità connessa al settore immobiliare.
Si assiste dunque ad una prima fase di diversificazione, operata sia a livello settoriale che attraverso il cambiamento della tipologia di investimento immobiliare, passando dalla diretta acquisizione degli immobili ad investimenti indiretti, in corrispondenza di una progressiva smobilizzazione degli investimenti precedentemente effettuati, prevalentemente di tipo diretto e sul settore residenziale. Tale operazione è stata ormai completata da quasi tutti i principali investitori istituzionali italiani.

L'Enasarco (Ente Nazionale di Assistenza per gli Agenti e i Rappresentanti di Commercio) è la Cassa di previdenza nazionale per gli agenti e i rappresentanti di commercio. L'Ente, nel 2008, ha incorporato gran parte del suo patrimonio immobiliare, costituito fondamentalmente da immobili ad uso residenziale, nei fondi *Enasarco Uno* e *Enasarco Due*, gestiti rispettivamente dalle società Prelios SGR e BNP Paribas REIM SGR, ad esito dell'aggiudicazione di queste della gara inerente *"l'istituzione e la gestione di uno o più fondi immobiliari dedicati al patrimonio immobiliare invenduto"*, indetta nell'ambito del Progetto Mercurio.
L'analisi dei rendimenti del portafoglio immobiliare, nel 2007, ha determinato la necessità di individuare una strategia che le consentisse il riequilibrio dei conti economici e di favorire la stabilità del bilancio nel lungo termine. Pertanto, nel 2008, il Consiglio d'Amministrazione ha deliberato l'approvazione di detto piano per la dismissione del patrimonio immobiliare.
L'Enasarco è stata la prima Cassa, tra quelle pubbliche e private, che ha scelto la vendita diretta agli inquilini e che ha indetto gare comunitarie per individuare soggetti qualificati a cui affidare i servizi di supporto al piano delle dismissioni. Il Progetto prevede la vendita dell'intero portafoglio immobiliare di proprietà dell'ente, il quale, alla data di approvazione del progetto, era costituito da 272 complessi, di cui 215 residenziali e 57 non residenziali, per un totale complessivo di 481 fabbricati, corrispondenti a circa 45.000 unità immobiliari. L'83% del patrimonio era ubicato a Roma, mentre il restante era dislocato tra le altre città italiane, soprattutto nell'area del centro-nord.
Nella stesura del piano di dismissione, è stata posta molta attenzione ai potenziali risvolti dell'operazione sia a livello sociale che economico; infatti, sono stati adottati criteri e modalità operative all'insegna della trasparenza e si è cercato di coniugare gli obiettivi economico-gestionali con la tutela degli inquilini, processo attuatosi attraverso un percorso di confronto con le organizzazioni sindacali di questi ultimi, al fine di concordare le modalità di vendita e gli interventi di sostegno a favore delle famiglie più deboli. La principale forma di tutela messa in atto è stata quella relativa alla possibilità, per ciascun conduttore, di accedere all'acquisto dell'unità immobiliare locata esercitando il diritto di prelazione.
Come previsto dal piano di dismissione, tutti gli immobili liberi e quelli invenduti confluiscono

nelle Società di Gestione del Risparmio individuate mediante la gara comunitaria. La fondazione, nonostante le oggettive difficoltà determinate dallo scenario economico sfavorevole degli ultimi anni, la crisi del mercato immobiliare e l'inasprimento dei requisiti richiesti per l'ottenimento di un finanziamento da parte degli istituti bancari, è riuscita a realizzare un elevato numero di compravendite e di adesioni all'acquisto, che si sono attestate su valori mediamente superiori all'85% degli occupanti, anche grazie a tutte le tutele e le agevolazioni messe in atto dall'Ente.
Questo progetto e stato caratterizzato, fin dalle sue prime fasi iniziali, da un'alta efficienza e valenza sociale, riuscendo a garantire un equo bilanciamento tra la tutela dei compiti istituzionali della fondazione, inerenti l'erogazione delle prestazioni previdenziali agli agenti di commercio, e quella dell'interesse privato degli inquilini. L'Enasarco è stata la prima Cassa previdenziale a prevedere la possibilità di vendita diretta agli inquilini, estendibile anche a parenti e affini. Su un totale di 272 complessi, a dicembre 2014 ne sono stati venduti 161, corrispondenti a 7.079 unità immobiliari.
Al 31 dicembre 2014, l'Ente detiene investimenti immobiliari diretti per un valore complessivo di circa 1,162 miliardi di euro. Possiamo inoltre notare dai dati di bilancio che, negli ultimi anni, l'ammontare degli asset direttamente detenuti risulta in continua diminuzione. Parallelamente, si assiste ad un ricorso sempre maggiore a investimenti indiretti nel settore immobiliare, acquisendo cioè quote di fondi. Tale dematerializzazione ha consentito una forte riduzione dei costi collegati alla gestione diretta degli asset. Il diagramma seguente mostra l'andamento del valore degli investimenti immobiliari, sia a livello diretto che indiretto, facenti capo all'Ente:



Come si evince dal grafico, a fronte di un'importante smobilizzazione degli asset fisicamente detenuti, si assiste ad un progressivo aumento degli investimenti in fondi immobiliari, fino ad arrivare ad un ammontare, nel 2014, di circa 2.131.399.000 euro. Grazie all'investimento indiretto la gestione del patrimonio dell'Ente viene infatti affidata alle SGR che gestiscono i fondi, le quali, in qualità di operatori professionali, consentono di ridurre i costi gestionali associati agli immobili e massimizzano i rendimenti, investendo in aree e settori di maggiore qualità, diversificando così in modo adeguato, seppur ancora all'interno del territorio nazionale, il portafoglio del fondo.

Inarcassa è invece la Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Ingegneri ed Architetti liberi professionisti, fondata nel 1958. Il suo patrimonio è stimato intorno ai 9 miliardi di euro, di cui oltre il 14% è attualmente investito nel settore immobiliare. L'Ente ha lo scopo di assicurare la tutela previdenziale di ingegneri e architetti che svolgono la libera professione, erogando pensioni e garantendo agli iscritti prestazioni assistenziali. Fornisce inoltre altri servizi e convenzioni miranti a

sostenere l'esercizio della professione. Essa è un organismo in grado di operare in autonomia, ma sotto il controllo pubblico, in favore della categoria a cui si riferisce.
Le considerazioni relative alle modalità di gestione del patrimonio immobiliare, alla loro efficacia e all'obbligo di ricerca di redditività imposta dal necessario raggiungimento degli scopi istituzionali, hanno reso inevitabile un progressivo passaggio dall'investimento diretto a quello indiretto, investendo sempre maggiormente il patrimonio in fondi immobiliari, piuttosto che acquisendo gli immobili direttamente, abbattendo così i costi ed i problemi operativi e gestionali ad essi connessi.
Tale consapevolezza ha portato ad una gestione totalmente delegata del patrimonio immobiliare, in particolare con il conferimento di parte di quest'ultimo a favore del *Fondo Inarcassa RE*, un fondo multi comparto, sottoscritto interamente da Inarcassa e gestito da Fabrica Immobiliare SGR, diviso nelle seguenti sezioni:

- Il *Comparto Uno*, con il fine di proseguire il piano di investimenti immobiliari nel mercato domestico iniziato dal 2010. La politica di gestione del comparto è focalizzata sulla ricerca di una combinazione di investimenti immobiliari con un profilo di rischio medio-basso e con un orizzonte temporale di investimento di medio o lungo periodo, in grado di generare flussi di cassa abbastanza costanti.
- Il *Comparto Due* è invece destinato alla valorizzazione degli immobili detenuti in precedenza direttamente da Inarcassa e conferiti al Fondo, mediante l'adozione di opportune strategie e ricorrendo, dove necessario, ad interventi di radicale trasformazione o di smobilizzo.
  Il valore totale dei conferimenti avvenuti nel 2014 si aggira intorno ai 766,1 milioni di euro. La strategia del comparto è orientata alla distribuzione dei proventi generati, piuttosto che al loro reinvestimento nel fondo.

Pertanto, possiamo notare che anche Inarcassa, vista la grandezza del suo patrimonio immobiliare e la necessità di associare a questo rendimenti non negativi, ottenibili solo con una sua gestione professionale e qualificata, decide di "scaricare" i suoi asset all'interno di un fondo, il quale, grazie alla presenza di un gestore professionale e qualificato, riesce a riqualificare gli immobili e, se necessario, smobilizzarli con costi contenuti. Parallelamente, i nuovi investimenti avvengono sempre maggiormente per via indiretta.

Negli ultimi anni si sta assistendo ad un ulteriore fase diversificativa adottata dagli Enti, basata non solo da una differenziazione degli investimenti, ormai effettuati per via principalmente indiretta, su base settoriale, ma anche a livello geografico. Si inizia a delineare la prospettiva di spostare parte degli investimenti fuori dal territorio nazionale, dovuta anche dalla limitatezza delle opportunità di investimento residue nel Paese, se paragonata agli ingenti patrimoni che tali Enti hanno a disposizione. Tale sviluppo risulta ad oggi essere ancora ad un livello embrionale; infatti, la natura di tali Enti, che hanno come finalità primarie quelle di fornire prestazioni previdenziali o del pagamento delle polizze ai relativi sottoscrittori, mal si concilia con la flessibilità necessaria per adeguarsi al moderno mercato dei capitali, sempre più incentrato sulla globalizzazione degli investim. Infatti, come precedentemente affermato, l'investimento in aree geografiche spesso comporta, oltre che a importanti opportunità, anche maggiori rischi, che devono essere analizzati e gestiti al meglio. In virtù di ciò, l'internazionalizzazione degli investimenti di tali Enti procede spesso a rilento e con cautela. In particolare, qualora si decida di intraprendere tale scelta, gran parte degli investimenti
avviene in modo indiretto, affidandosi cioè ad un gestore professionale, con competenze anche all'estero, in grado di quantificare e gestire i rischi, oltre che a saper cogliere le opportunità offerte dai mercati.

Inoltre, tali investimenti vengono svolti principalmente nei Paesi maggiormente industrializzati dell'Unione Europea, i quali, oltre a garantire una buona stabilità e ad avere una legislazione affine a quella italiana, grazie alla sempre maggiore integrazione legislativa a livello comunitario, non presentano in genere problemi di valuta, essendo quasi tutti appartenenti all'area euro.
Inoltre, le principali tipologie di investimento intraprese da tali Enti sono riconducibili fondamentalmente a fondi composti da asset di tipo Core o Core Plus, che presentano bassi livelli di rischio, connessi ovviamente a livelli di redditività medio-bassi. Tale logica esclude pertanto investimenti in immobili situati in paesi emergenti ad alto potenziale di sviluppo, i quali, seppur spesso sono dotati di alti potenziali, presentano un rischio molto elevato, che mal si conforma con le esigenze di stabilità patrimoniale di questa categoria di investitori.

La Cassa Forense è stato uno dei primi Enti che ha iniziato a intraprendere questa nuova strategia diversificativa. Lo scopo principale della assa è quello di assicurare agli avvocati che hanno esercitato la professione con carattere di continuità un trattamento previdenziale. Rientrano fra le sue funzioni anche quelle inerenti l'erogazione di trattamenti assistenziali a favore degli iscritti e dei loro congiunti e la gestione di forme di previdenza integrativa.
Negli ultimi anni l'Ente, parallelamente allo smobilizzo degli immobili da esso direttamente detenuti, ha sottoscritto un nuovo fondo di investimento immobiliare, il *Fondo Cicerone*, che prevede una politica d'investimento improntata anche su una diversificazione a livello geografico, seppur circoscritta nel territorio europeo. Nello specifico, si tratta di un fondo comune di investimento, di natura immobiliare, di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati, di cui l'Ente risulta attualmente l'unico sottoscrittore. Esso è stato istituito dalla società di gestione del risparmio Fabrica SGR, in partnership con CBRE Global Investors, a seguito dell'aggiudicazione, nel settembre 2013, della gara indetta dall'Ente per l'assegnazione di un fondo destinato in parte ad essere alimentato con la liquidità e in parte alla gestione del patrimonio immobiliare conferito dalla Cassa stessa. Nell'ottobre del 2014 Cassa Forense ha apportato una prima tranche di immobili, composta da 16 stabili, per un valore di oltre 270 milioni di euro. La partnership si è aggiudicata la gara indetta dalla Cassa per la selezione di una SGR cui affidare la costituzione e la gestione del fondo, al quale l'Ente potrà sottoscrivere fino ad 1 miliardo di euro. Il patrimonio del Fondo sarà costituito per circa la metà da liquidità conferita dalla Cassa, che la SGR investirà, in via diretta o indiretta, in immobili siti sia in Italia sia nei principali Paesi dell'Unione Europea, oppure in quote di fondi immobiliari, la cui composizione rispetti le caratteristiche sopracitate, sfruttando perciò i vantaggi legati ad una migliore diversificazione geografica degli investimenti in essere. La restante metà del patrimonio del Fondo verrà sottoscritta dalla Cassa apportando parte del suo patrimonio immobiliare italiano, che sarà valorizzato dalla società di gestione secondo un orizzonte di medio termine. Gran parte dei nuovi investimenti sarà realizzata in asset di tipo Core, locati nei principali Paesi dell'UE, al fine di sfruttare al meglio il non perfetto allineamento dei cicli immobiliari dei diversi mercati, potendo così rendere maggiormente stabile il rendimento del fondo.
Il portafoglio apportato direttamente dalla Cassa è composto in minima parte da uffici e spazi commerciali, predominante è invece la componente residenziale. Su tale tipologia di asset si intende procedere con attività di riqualificazione e valorizzazione, al fine di aumentarne la redditività, dato che gli immobili non possono essere venduti prima di cinque anni. L'obiettivo della Cassa è dunque quello di conferire nel fondo un patrimonio datato e spesso mal gestito, che necessita dell'intervento di un operatore qualificato. Il patrimonio immobiliare dell'Ente, acquisito prevalentemente per via

diretta fino a una decina di anni fa, ha un valore, considerandone il solo costo storico, di circa 430 milioni di euro.

Recentemente il fondo ha investito 92 milioni di sterline, pari a circa 121 milioni di euro, per l'acquisizione di uno stabile sito nella città di Londra. L'operazione consiste nell'acquisizione dell'immobile, situato nella centralissima zona di Piccadilly, dove è presente il famoso flagship store della catena di librerie Waterstones, precedentemente di proprietà del fondo Meyer Bergman. Questo ha una superficie di 6.151 m^2 ed ha un contatto di affitto con Waterstone di lungo termine, in scadenza nel 2034. L'immobile tornerà di proprietà della Corona Inglese tra 118 anni.

Indice

Introduzione

Capitolo 1 – Il legame tra rischio e diversificazione

- *1.1. Il concetto di rischio*
- *1.2. Il legame tra rischio e rendimento*
- *1.3. Rischio specifico e sistematico*
    - *1.3.1. La Teoria di Markowitz*
- *1.4. Valore attuale e metodo del VAN*
- *1.5. Il criterio del TIR*
    - *1.5.1 Il costo medio ponderato del capitale*
- *1.6. La diversificazione come strategia aziendale*

Capitolo 2 – Il mercato immobiliare

- *2.1. Caratteristiche del mercato immobiliare*
- *2.2. Evoluzione del settore immobiliare*
- *2.3. La finanziarizzazione e le fonti di finanziamento*
    - *2.3.1. I soggetti investitori*
    - *2.3.2. L'agente immobiliare e l'acquirente*
- *2.4. Il Business Plan e le principali figure professionali*
    - *2.4.1. Mercato primario e secondario*
- *2.5. Investimenti diretti e indiretti*
- *2.6. Differenti tipologie di investimento*
- *2.7. La segmentazione del mercato immobiliare*
    - *2.7.1. I terreni*

        - *2.7.2. Il mercato residenziale*
        - *2.7.3. Il mercato delle costruzioni ad uso industriale*
        - *2.7.4. Il mercato delle costruzioni ad uso commerciale*
        - *2.7.5. Il mercato delle costruzioni ad uso ufficio*
        - *2.7.6. Il mercato alberghiero*
    - *2.8. Strategie di diversificazione geografica*
        - *2.8.1. Gli investimenti cross-border in Europa*
        - *2.8.2. La diversificazione a livello internazionale*
        - *2.8.3. Applicazioni della Teoria Moderna di Portafoglio al mercato immobiliare*

Capitolo 3 – Il grado di diversificazione degli investitori istituzionali italiani

- *3.1. Evoluzione delle tipologie di investimento per i principali investitori istituzionali italiani*
    - *3.1.1. Il caso di Enasarco*
    - *3.1.2. Il caso di Inarcassa*
- *3.2. Strategie diversificative, a livello geografico, degli investitori istituzionali italiani*
    - *3.2.1. La scelta di diversificazione della Cassa Forense*
- *3.3. Osservazioni conclusive*

Bibliografia

Sitografia

Introduzione

Obiettivo del seguente elaborato è quello di evidenziare come un'adeguata politica di diversificazione negli investimenti immobiliari consenta di ridurre il rischio complessivo, a parità di rendimento, insito nel portafoglio immobiliare detenuto dall'impresa.

Infatti tutte le imprese, operando in condizioni di incertezza, sono per loro natura esposte a rischi, legati alla non perfetta conoscenza dei possibili eventi e delle dinamiche evolutive, il cui verificarsi può influenzane i rendimenti da queste effettivamente conseguiti.

A partire dalla seconda metà del ventesimo secolo, parallelamente alla crescente globalizzazione ed alla finanziarizzazione dell'economia, sono aumentate le interazioni tra i diversi mercati e tra le imprese, che hanno contribuito ad aumentare il rischio complessivo del sistema economico-finanziario.

Pertanto, sempre maggiore attenzione è stata posta alla formulazione di modelli per il calcolo del rischio insito negli investimenti, e dunque nel sistema economico nel suo complesso; tali modelli possono basarsi su analisi di tipo quantitativo o qualitativo, oppure su un opportuno mix di queste tipologie di approccio.

Ovviamente, data l'avversione al rischio degli investitori, investimenti più rischiosi dovranno presentare rendimenti attesi più elevati per poter essere presi in considerazione.

In particolare, il rischio può essere scomposto in due componenti: la prima è inerente alle caratteristiche specifiche dell'investimento o dell'impresa, mentre la seconda riguarda le caratteristiche del mercato in cui l'impresa opera, che ovviamente si ripercuotono sui risultati delle singole imprese. Mentre la seconda componente, essendo insita nel mercato, non è eliminabile, la prima può essere ridotta o addirittura eliminata mediante un'adeguata politica di diversificazione degli investimenti posti in essere, che consente di ridurre il peso delle esposizioni sulle singole posizioni.

Nel primo capitolo dunque, dopo la descrizione del concetto di rischio e dei principali fattori che lo influenzano, si analizzano i principali modelli utilizzati per il calcolo del rendimento atteso di un investimento, basato sul rischio in esso insito, evidenziando come una adeguata politica di diversificazione, all'interno del portafoglio di investimenti, consenta di migliorare il profilo di rischio-rendimento del portafoglio stesso.

Nel secondo capitolo, dopo aver introdotto le principali caratteristiche del mercato immobiliare e le sue recenti evoluzioni, soprattutto in materia di "finanziarizzazione" del

mercato, si descrivono le principali strategie di diversificazione adottate dalle imprese, che possono effettuare investimenti differenziati in base alla diversa qualità degli asset (Core, Core Plus, a Valore Aggiunto, Speculativi), alla diversa destinazione d'uso, oppure in base alle differenti aree geografiche in cui sono situati gli immobili. Una buona diversificazione consente dunque di ridurre l'esposizione del portafoglio detenuto rispetto a specifici fattori di rischio.

Nell'ultimo capitolo viene inoltre evidenziato come, ultimamente, tale politica diversificativa viene sempre più adottata anche dai principali investitori istituzionali italiani, cioè le casse di previdenza, i fondi pensione, i fondi assicurativi e le fondazioni bancarie, con l'obiettivo di migliorare il rendimento e ridurre i rischi insiti nella composizione e nella gestione dei loro asset immobiliari, spesso molto ingenti, anche se tale processo procede in ritardo rispetto agli altri grandi investitori istituzionali internazionali, nei quali tali strategie risultano spesso affermate da tempo.

- CAPITOLO 1 -

Il legame tra rischio e diversificazione

1.1. Il concetto di rischio

Le organizzazioni imprenditoriali, in quanto tali, sono esposte a rischi, ossia operano in condizioni di incertezza, quest'ultima legata all'imperfetta conoscibilità degli eventi.

Tali condizioni inducono l'organo di governo dell'impresa a considerare la rischiosità insita nei singoli investimenti tra i principali elementi ispiratori della sua azione.

Il concetto di rischio può essere definito, in una prima approssimazione, come l'esposizione di un'entità a diversi possibili eventi o dinamiche, in grado di modificarne più o meno significativamente lo stato. Questo è stato oggetto di numerose discussioni, finalizzate ad evidenziarne le principali proprietà ed a chiarirne il rapporto con altri fenomeni. Appare a tal fine opportuno richiamare i nessi logici tra rischio e, rispettivamente:

- La conoscenza.
- Il tempo e le relazioni con l'ambiente esterno.
- La volontà e le decisioni.
- La complessità.

Riguardo al primo legame, è stato osservato che il rischio risulta inversamente correlato alla conoscenza, essendo la limitatezza, anche parziale, insita nella conoscenza umana il riflesso del rischio. Il miglioramento della conoscenza è dunque una delle principali leve per la riduzione del rischio.

Importante è anche il nesso che sussiste tra il rischio, il tempo e le relazioni con l'ambiente esterno; gli ultimi due aspetti, infatti, costituiscono l'origine del rischio. Per quanto riguarda il tempo, sappiamo che non si può avere certezza degli effetti delle azioni compiute in un certo momento, i cui effetti si completano però in un momento successivo. In merito all'ambiente nel quale un'impresa opera, è opportuno tener conto che nessuna entità è esente da relazioni e interazioni con le altre realtà che popolano il suo ambiente. Pertanto ogni soggetto sarà esposto alle forze, ai fatti e alle attività che qualificano il mondo esterno. Appurato che è impossibile una totale eliminazione del rischio, assume rilievo il suo nesso con la volontà e le decisioni.

Al rischio "del fare" si contrappone, infatti, il rischio del "non fare"; perciò un'adeguata cultura del rischio non può essere inclinata verso l'immobilismo, bensì deve condurre verso una razionalità che sia consapevole del delicato trade-off che intercorre tra la ricerca delle migliori possibilità e il senso della responsabilità.
Infine, in stretta correlazione con il rischio, emerge il concetto della complessità, intesa come prodotto di varietà, variabilità ed indeterminatezza; un'adeguata cognizione di quest'ultima può supportare la ricerca di logiche di rilevazione e governo del rischio, espletandone al contempo difficoltà e limiti.
L'idea stessa di rischio è stata al centro di numerose e contrapposte interpretazioni. Possiamo, in una prima analisi, suddividere le diverse interpretazioni in due macro-orientamenti: da una parte, una visone di questo in senso "negativo", che risulta ad oggi essere la più utilizzata, dall'altra, invece, una concezione più "neutra", dove esso risulta avere una connotazione, che può essere positiva o negativa, variante nel tempo.[1]

Al fine di un'adeguata comprensione delle leggi che governano il rischio, questo può essere qualificato come una funzione di diverse componenti, che possono essere sintetizzate nella seguente espressione:

$$RISCHIO = f\,(F; N; E; T; A)$$

Dove:

- *F* indica le cause o fattori di rischio; trattasi di elementi la cui variabilità non è predeterminata dal soggetto che li percepisce.
- *N* i nessi, cioè le motivazioni che rendono una o più cause significative per il soggetto.
- *E* le aspettative; per queste si intendono gli scenari che il soggetto formula e sulla cui base assume decisioni.
- *T* la tollerabilità, cioè la capacità del soggetto di sopportare gli eventuali eventi negativi connessi all'incertezza.
- *A* la reattività, intesa come la capacità di attivare più o meno tempestivamente processi volti alla riduzione di eventuali effetti negativi conseguenti al verificarsi di un determinato evento.[2]

[1] *Cfr: Gaetano M. Golinelli, L'approccio sistemico al governo d'impresa, 2008; pag. 313/320*
[2] *Cfr: Gaetano M. Golinelli, L'approccio sistemico al governo d'impresa, 2008; pag. 332/334*

1.2. Il legame tra rischio e rendimento

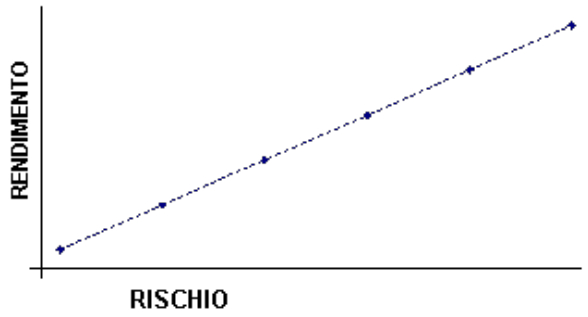
Tali premesse consentono di approfondire i rapporti sussistenti tra l'impresa ed il sistema finanziario (livello macro), da un lato, e tra l'impresa e le specifiche componenti strutturali del sistema finanziario stesso (livello micro), dall'altra. Un'adeguata analisi delle relazioni rappresenta dunque un punto centrale ai fini dell'azione di governo dell'impresa.

Nell'ottica dell'investitore, si delinea la seguente relazione delinea tra il rendimento mediamente atteso dall'investimento (E) ed il rischio in esso insito, che è espresso dalla volatilità (σ):

$$E = f(\sigma)$$

Analizzando la relazione tra rischio e rendimento dall'ottica dell'investitore, possono essere definite le sue curve di indifferenza, ognuna corrispondente all'insieme di combinazioni rischio-rendimento rispetto alle quali egli sarà indifferente. Graficamente:

Figura 1.1:



Il grafico mostra chiaramente il rapporto di diretta proporzionalità tra le due variabili; infatti il rendimento atteso dall'investitore, com'è ovvio, sarà proporzionato alla quantità di rischio che egli si assume.

Possono dunque coesistere diverse combinazioni di rischio e rendimento che portano, all'investitore, la stessa utilità attesa. L'unione grafica di tali punti costituisce proprio la curva di indifferenza. La convessità di tale curva è negativamente correlata con il grado di avversione al rischio dell'investitore. Pertanto, maggiore è la concavità della curva, maggiore è l'avversione al rischio dell'investitore.

La crescita della cultura del rischio, a livello del sistema finanziario, se da un lato ha contribuito ad un'implementazione delle azioni di indirizzo e regolazione da parte dell'organo

di governo e alla mappatura e mitigazione dei rischi da parte della struttura operativa, dall'altro ha evidenziato nuove possibilità connesse ad azioni di trasferimento del rischio tra diversi operatori. Queste possono mettere a repentaglio la stabilità e, nel lungo periodo, anche la sopravvivenza del sistema finanziario stesso.
Il risultato di tale evoluzione è stato dunque l'emergere di un crescente rischio sistemico, legato alla possibilità di una propagazione degli effetti negativi innescati dalla condotta di singoli operatori finanziari sull'intero sistema, pregiudicandone l'attitudine alla sopravvivenza e la sua capacità di interazione con prenditori e risparmiatori.[3]

1.3. Rischio specifico e sistematico

Il rischio, per un investitore, di detenere un'azione o un titolo è che i suoi rendimenti effettivamente realizzati in ogni periodo siano diversi da quelli attesi, stimati cioè al momento di intraprendere l'investimento. Possiamo ricondurre ciò a due ragioni:

- Notizie specifiche sull'impresa.
- Notizie riguardanti il mercato, che fanno riferimento all'intera economia e dunque hanno ripercussione sulle singole imprese.

Le fluttuazioni di rendimento dei titoli dovute a notizie specifiche sull'impresa sono rischi indipendenti; tali rischi, essendo intrinsechi alla singola attività, non sono correlati tra le varie imprese. Questo tipo di rischio è definito come rischio specifico dell'impresa, caratteristico e dunque diversificabile. Le fluttuazioni dei rendimenti dovute invece a notizie riguardanti il mercato rappresentano un rischio comune. Questo tipo di rischio è detto rischio sistematico, non diversificabile.
Dunque, quando si riuniscono molti titoli in un portafoglio di grandi dimensioni, il rischio specifico, insito nelle caratteristiche delle singole esposizioni, si compensa e viene diversificato, poiché coesisteranno, al suo interno, variazioni al rialzo e al ribasso rispetto ai rendimenti attesi, in seguito alle diverse evoluzioni delle singole specificità. Invece il rischio sistematico, proprio per le sue caratteristiche, avrà ripercussioni sull'intero portafoglio, perciò non potrà essere diversificato.
Le imprese sono, nella maggior parte dei casi, interessate da entrambe le tipologie di rischio. Tuttavia, solo il rischio specifico può essere efficacemente diversificato combinando i vari titoli in un portafoglio di investimento. La volatilità complessiva di quest'ultimo dunque sarà

[3] *Cfr: Gaetano M. Golinelli, L'approccio sistemico al governo d'impresa; pag. 287/294*

soggetta a diminuzione con l'aggiunta di nuovi titoli, fino a quando si potrà approssimare a quella insita nel solo rischio sistemico, che influenza, come detto, tutti i titoli.

In un mercato competitivo, il premio per il rischio diversificabile è nullo, perciò gli investitori non saranno compensati per il rischio specifico insito nei singoli titoli; se così non fosse, eliminando la componente di rischio diversificabile mediante un'adeguata diversificazione, essi potrebbero far scendere il rischio del portafoglio al solo rischio sistematico, registrando così un rendimento eccedente il rischio supportato. Ciò implica che il premio per il rischio di un titolo non viene influenzato dalla sua componente di rischio diversificabile; infatti, siccome gli investitori sono in grado, senza costi, di eliminare il rischio specifico diversificando in modo adeguato i loro portafogli, non necessitano di un premio per l'assunzione di questo.

Tuttavia, la diversificazione non è in grado di ridurre la componente relativa al rischio sistematico; anche detenendo un portafoglio ampiamente diversificato, un investitore sarà sempre esposto ai rischi che colpiscono l'intera economia e quindi tutti i titoli. Dato che gli investitori sono avversi al rischio, richiederanno un premio per il rischio sistematico. L'unico modo per eliminare quest'ultima tipologia di rischio è quello di rinunciare ai rendimenti attesi eccedenti il tasso privo di rischio, tasso che remunera esclusivamente il costo connesso alla mancata disponibilità di denaro per l'investitore per il tempo dell'investimento, il quale può essere, con buona approssimazione, calcolato con il tasso di rendimento dei titoli di Stato di lungo periodo dei Paesi più industrializzati.

Da tali considerazioni possiamo dedurre che la volatilità di un titolo (σ), che misura il rischio totale insito in esso, sia specifico che sistematico, non sarà utile per la determinazione del premio per il rischio che gli investitori si aspettano; anche se la volatilità potrebbe costituire una ragionevole misura per calcolare il rendimento atteso di un portafoglio di grandi dimensioni, non lo è per un singolo titolo. Di conseguenza, per stimare il rendimento atteso del titolo, è necessario stimare una misura del rischio sistematico dello stesso.

Per misurare il rischio sistematico associato al titolo, occorre determinare quanto la variabilità del suo rendimento è dovuta al rischio di mercato, e quanto a quello specifico. Ciò che si vuole determinare è dunque il grado in cui il titolo è sensibile agli shock sistematici che colpiscono l'economia nel complesso.

Il concetto chiave per la misurare tale rischio è quello di trovare un portafoglio ben diversificato, che sia esposto cioè al solo rischio sistematico. Questo tipo di portafoglio viene

definito *portafoglio efficiente*, cioè che non può essere ulteriormente diversificato; in tal caso non vi è alcun modo di ridurre il rischio senza rinunciare a parte dei rendimenti attesi.
Dato che otteniamo un aumento della diversificazione aumentando il numero dei titoli detenuti nel portafoglio, il portafoglio efficiente dovrà essere di grandi dimensioni e contenere diversi tipi di titoli. Sarà dunque ragionevole considerare un portafoglio contenente tutte le possibili azioni e titoli presenti sul mercato, definito *portafoglio di mercato.*
Di prassi si utilizza l'indice S&P 500 come approssimazione del portafoglio di mercato, assumendo implicitamente che tale composizione di titoli sia sufficientemente grande per essere considerata come completamente diversificata.
Assumendo che il portafoglio di mercato sia efficiente, allora i cambiamenti del valore di quest'ultimo riflettono in pieno gli shock di sistema dell'economia.
Possiamo dunque misurare il rischio sistematico associato ad un titolo calcolando la sensibilità del suo rendimento rispetto a quello del portafoglio di mercato, mediante un apposito coefficiente beta (β) riferito al titolo spesso. Nello specifico, il beta è la variazione percentuale attesa del rendimento in eccesso, rispetto al tasso privo di rischio, di un titolo per una variazione dell'1% del rendimento in eccesso del portafoglio di mercato. Mediante opportune tecniche statistiche, è possibile stimare tale coefficiente basandosi sui dati storici. Il beta misura dunque la sensibilità del titolo ai fattori di rischio del mercato.
Un'opportunità di investimento dev'essere valutata in base al suo costo del capitale, ovvero dal rendimento atteso da investimenti alternativi disponibili sul mercato con rischio e durata compatibili. Nello specifico, esso corrisponde al tasso privo di interesse privo di rischio più un premio, rapportato al rischio assunto.
Tale affermazione implica implicitamente che l'entità del premio richiesta dagli investitori dipenderà dalla loro avversione al rischio. E' possibile misurare l'attitudine al rischio di mercato degli investitori in base al portafoglio di mercato; infatti, il premio che questi possono ottenere detenendo il portafoglio di mercato risulta pari alla differenza tra il rendimento atteso del portafoglio di mercato (R_{mkt}) il tasso privo di rischio (r_f), analiticamente:

$$\textit{Premio per il rischio di mercato} = E(R_{mkt}) - (r_f)$$

Tale quantità può essere interpretata come la ricompensa che si aspettano gli investitori che detengono un portafoglio con un beta unitario.

A questo punto, si può utilizzare il beta, che sintetizza l'esposizione al rischio sistematico del titolo, come moltiplicatore del premio per il rischio di mercato, ottenendo così la seguente espressione:

$$Rendimento\ richiesto\ per\ l'investimento = r_f + \beta * (E(R_{mkt}) - r_f)$$

Possiamo notare che il rendimento richiesto dall'investitore per assumersi il rischio (sistemico) connesso al titolo sarà pari alla somma del tasso di interesse privo di rischio, cioè il premio per la mancata disponibilità di liquidità per il periodo relativo all'investimento, e del premio per il rischio di mercato, opportunamente ponderato per il beta del titolo. In particolare, il coefficiente beta rappresenta una misura il rapporto tra la volatilità del rendimento del titolo j-esimo rispetto alle variazioni del mercato azionario complessivo e la varianza del mercato stesso. Analiticamente:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_m, R_j)}{Var(R_m)} = \frac{\rho_{j,m} * \sigma_j * \sigma_m}{\sigma_m^2} = \rho_{j,m} \frac{\sigma_j}{\sigma_m}$$

In cui $Cov(R_m,R_j)$ esprime la covarianza tra il rendimento del portafoglio di mercato e quello del titolo, $Var(R_m)$ la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato, $\rho_{j,m}$ il coefficiente di correlazione lineare esistente tra il rendimento del titolo e quello del portafoglio di mercato. Tale equazione implica che:

- Il portafoglio di mercato ha un beta pari a uno, in quanto la covarianza calcolata su un solo titolo non è altro che la sua varianza.
- I titoli con beta maggiore di uno hanno una volatilità maggiore di quella del portafoglio di mercato.
- I titoli con beta minore di uno presentano invece una volatilità minore rispetto a quella del portafoglio di mercato.

Tale equazione per la stima del costo del capitale, o rendimento richiesto dagli investitori, è anche indicata come CAPM (Capital Asset Pricing Model), sviluppato da Sharpe e Linter. Questo risulta, ad oggi, essere il modello principalmente utilizzato nella pratica, ed è stato sviluppato in seguito alla nascita ed alla diffusione della Moderna Teoria di Portafoglio, che fa riferimento essenzialmente al contributo di H. M. Markowitz , che con l'elaborazione

della sua opera "Portfolio Selection", nel 1952, è stato il primo a formalizzare il ruolo della diversificazione nella formazione di un portafoglio di mercato ottimale.[4]

1.3.1. La Teoria di Markowitz

Lo studio di Markowitz si basa sull'analisi del processo che genera la domanda e l'offerta di attività finanziarie in funzione del rapporto tra rischio e rendimento da esse espresso.
Il principio base che governa la sua teoria è che, al fine di costruire un portafoglio efficiente, occorre individuare una combinazione di titoli tale da minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento complessivo dello stesso.
Per far sì che ciò accada, i titoli che lo compongono dovranno essere tra loro incorrelati, o meglio, non devono presentare una perfetta correlazione. Le assunzioni alla base del suo lavoro sono le seguenti:

- Gli investitori intendono massimizzare la ricchezza finale e sono avversi al rischio.
- Il periodo di investimento è unico.
- I costi di transazione e le imposte sono nulli.
- Le attività sono supposte perfettamente divisibili.
- Il valore atteso dell'investimento e la deviazione standard sono gli unici parametri che guidano la scelta.
- Si opera in presenza di un mercato concorrenziale.

Il rendimento nominale di un'attività finanziaria, in riferimento ad un determinato orizzonte temporale, si definisce come il flusso monetario totale generato, inclusi i guadagni o le perdite in conto capitale, espresso come frazione del suo prezzo iniziale. Il rischio può essere definito come il grado di incertezza che il mercato esprime sulla effettiva realizzazione dei rendimenti attesi dall'attività in questione.
Entrambe le quantità possono essere oggetto di misurazione sia ex-ante, sia ex-post. Il rendimento di un titolo azionario (R_T), misurato ex-post su un periodo di durata T, può essere espresso come:

$$R_T = \frac{P_T - P_0 + D_T}{P_0}$$

[4] *Cfr: J.Berk, P. De Marzo, Finanza Aziendale 1, 2011; pag. 324/340*

Dove P_0 e P_T sono i prezzi di mercato relativi, rispettivamente, all'inizio e alla fine del periodo, mentre con D_T indichiamo il dividendo per azione, percepito dall'investitore alla fine del periodo.

Il rendimento ex-ante è quello stimato all'inizio del periodo di investimento. Poiché, in tal caso, le variabili P_T e D_T non sono note con certezza è necessario fare delle previsioni sul loro valore futuro. L'approccio classico considera R_T, se valutato ex-ante, come una variabile casuale caratterizzata da un valore medio (μ), che misura il rendimento atteso sul titolo, da un livello di varianza (σ^2), assunto come misura attendibile dell'incertezza riguardante il rendimento atteso e da una distribuzione di probabilità che identifica statisticamente il processo generatore dei prezzi. Il rendimento atteso viene definito come:

$$\mu = \mathrm{E}(R_T) = \sum_{i=1}^{n} R_i * p(R_i)$$

Dove $p(R_i)$ è la probabilità che il rendimento atteso, per il titolo i-esimo, sia uguale, ex-post, al valore R_i, stimato ex ante. La probabilità è definita come il rapporto tra il numero degli eventi che verificano tale condizione (N_i) e il numero totale di osservazioni (N); analiticamente:

$$p(R_i) = \frac{N_i}{N}$$

Tale equazione richiede, per essere calcolata, la stima di $p(R_i)$, ottenibile dai modelli di analisi delle serie storiche o dall'analisi fondamentale.

Avendo a disposizione un campione di N osservazioni sotto forma di serie storica dei rendimenti, si potrà considerare la media aritmetica delle osservazioni come uno stimatore attendibile del rendimento atteso μ. Il rendimento atteso è dunque, seguendo tale ipotesi, definito dalla relazione:

$$\mu_i = \mathrm{E}(R_T) = \frac{1}{N} * \sum_{j=1}^{N} R_i(j)$$

Nell'ambito della Moderna Teoria del Portafoglio (MPT – Modern Portfolio Theory), un'attività finanziaria si considera tanto più rischiosa quanto più elevata risulta la probabilità di dispersione dei rendimenti futuri rispetto al valore medio stimato. Una valida misura statistica di questo effetto è rappresentata dalla varianza, definita come somma degli scarti dalla media al quadrato pesati per le rispettive probabilità di realizzazione; tale quantità viene espressa dalla relazione:

$$\sigma^2 = Var(R) = \sum_{i=1}^{n} (R_i - \mu)^2 * p(R_i)$$

La varianza, assunta come una stima attendibile della rischiosità finanziaria del titolo, viene valutata mediante modelli matematico-statistici. Considerando la varianza campionaria come una stima attendibile della varianza dell'intera popolazione e indicato con N il numero di osservazioni delle quali si dispone, il rischio di un'attività finanziaria si calcola utilizzando la formula seguente:

$$\sigma^2 = Var(R) = \frac{1}{N-1} * \sum_{j=1}^{N} [\, R_i(j) - \mu \,]^2$$

Un'assunzione fondamentale del mondo riguarda la distribuzione delle probabilità sulla quale si regge il meccanismo di formazione dei rendimenti, la quale si ipotizza essere di tipo Normale. Ciò significa considerare che i prezzi siano generati da un processo casuale che esprime un valore medio atteso uguale a μ e una varianza pari a σ^2, assunzione estremamente utile, dato che le variabili casuali distribuite normalmente sono descritte in modo completo dalle sole funzioni media e varianza.

Se si considera un portafoglio composto da due titoli, *i* e *j*, oltre che ai rendimenti ed alle varianze dei singoli titoli, occorrerà far riferimento alla correlazione esistente tra questi ($\rho_{i,j}$), indicatore della regolarità con cui i rendimenti dei due titoli tenderanno, o meno, a muoversi in direzioni analoghe, poiché soggetti all'influenza degli stessi fattori di mercato. Essa viene calcolata come:

$$\rho_{i,j} = \frac{\sigma_{i,j}}{\sigma_i * \sigma_j}$$

Dove $\sigma_{i,j}$ indica la Covarianza tra i due titoli, mentre σ_i e σ_j rappresentano le volatilità dei singoli titoli. Tale indicatore ha un valore compreso tra -1 e 1. Nello specifico:

- Se $\boldsymbol{\rho_{i,j} > 0}$, le variabili *i* e *j* sono correlate positivamente;
- se $\boldsymbol{\rho_{i,j} = 0}$, le variabili *i* e *j* sono incorrelate;
- se $\boldsymbol{\rho_{i,j} < 0}$, le variabili *i* e *j* sono correlate negativamente.

Per cui, nel portafoglio composto da due titoli si avrà:

$$\mu_p = E(R_p) = w_i\mu_i + w_j\mu_j$$

$$\sigma_p^2 = Var(R_p) = w_i^2\sigma_i^2 + w_j^2 + 2w_i w_j \rho_{i,j}\sigma_i\sigma_j$$

Dove w_i e w_j rappresentano, rispettivamente, il peso dei singoli titoli all'interno del portafoglio, con $w_i + w_j = 1$.
Possiamo notare che il rischio associato ad un portafoglio composto da due titoli dipende, oltre che dalla loro volatilità, anche dalla correlazione esistente tra essi. Si può quindi dedurre che nel caso di andamenti contrapposti dei rendimenti dei titoli, il rischio complessivo di un portafoglio si riduce notevolmente.

Per calcolare il rischio e il rendimento di un portafoglio costituito da *N* titoli è necessario fare riferimento alla correlazione esistente tra i titoli e al rapporto tra la frazione di ricchezza investita su ogni titolo (W_j) e quella totale di portafoglio (W); indicando tale valore con w_j, avremo:

$$w_j = \frac{W_j}{W}$$

Si può dunque affermare che per un portafoglio composto da n attività rischiose le espressioni del rendimento atteso e della varianza ex-ante sono le seguenti:

$$\mu_p = \sum_{i=1}^{N} w_i * \mu_i$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{N}\sum_{j=1}^{N} w_i * w_j * Cov_{i,j} = \sum_{i=1}^{N}\sum_{j=1}^{N} w_i * w_j * \sigma_i * \sigma_j * \rho_{i,j}$$

Dove $Cov_{i,j}$ e $\rho_{i,j}$ sono rispettivamente la covarianza e il coefficiente di correlazione tra il titolo i-esimo e il titolo j-esimo. I rendimenti e le varianze attese per i singoli titoli che compongono il portafoglio sono considerate variabili casuali, governate da una distribuzione di probabilità condizionata che tiene conto del legame esistente tra un titolo e i fattori di mercato che ne influenzano il rendimento.
Questa equazione implica che la varianza di un portafoglio è pari alla somma delle covarianze dei rendimenti di tutte le coppie di titoli nel portafoglio, ciascuna moltiplicata per i rispettivi pesi. Pertanto, la variabilità totale del portafoglio dipende da come i titoli che lo compongono covariano tra loro.
Utilizzando le proprietà della covarianza, la varianza del portafoglio può essere riscritta come segue:

$$Var(R_p) = Cov(R_p, R_p) = \sum_i w_i * Cov(R_i, R_p) = \sum_i w_i * \sigma_i * \sigma_p * \rho_{i,p}$$

Questa equazione implica che la varianza di un portafoglio equivale alla covarianza media, ponderata per il suo peso, di ogni azione con il portafoglio, quindi il rischio del portafoglio dipende dal modo in cui ogni singolo rendimento azionario si muove in relazione al portafoglio stesso. Dividendo entrambi i membri dell'equazione per la volatilità del portafoglio, otteniamo la seguente equazione:

$$\sigma_p = \sum_i w_i * \sigma_i * \rho_{i,p}$$

Tale espressione indica che ogni titolo contribuisce alla volatilità del portafoglio in base alla volatilità ad esso connessa, ponderata alla correlazione del titolo con il portafoglio, corrispondente alla frazione del rischio totale comune al portafoglio.

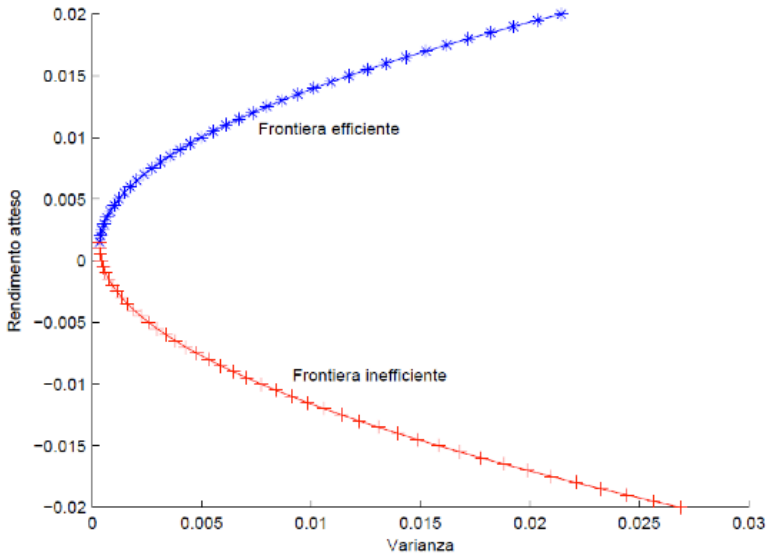
Pertanto, combinando più titoli all'interno del portafoglio, escludendo il caso in cui tutti i titoli mostrino perfetta correlazione con il portafoglio (e dunque l'una con l'altra), il rischio complessivamente detenuto sarà minore della media ponderata delle volatilità dei singoli titoli, cioè avremo che:

$$\sigma_p = \sum_i w_i * \sigma_i * \rho_{i,p} \leq \sum_i w_i * \sigma_i$$

L'uguaglianza vale solo nel caso in cui ogni $\rho_{i,p} = 1$, cioè se tutti i titoli presentano una perfetta correlazione. Si dimostra pertanto che è possibile eliminare parte della volatilità del portafoglio mediante un'adeguata diversificazione.[5]

Perciò, non tutti i portafogli costituiti da molti titoli sono efficienti; sono definiti *portafogli efficienti* quelli che, avendo un uguale livello di volatilità, offrono il più alto rendimento atteso, e viceversa. L'insieme di tali portafogli, relativi a diverse combinazioni ottimali tra rischi e rendimenti attesi, viene chiamata *frontiera efficiente.* In generale, aggiungere nuove opportunità di investimento permette una maggiore diversificazione, e migliora dunque la frontiera efficiente. Quindi, per ottenere il set di combinazioni rischio-rendimento migliori possibili, occorrerà aggiungere titoli fino a quando non sono state inserite nel portafoglio tutte le opportunità di investimento che consentono di migliorare la sua efficienza.[6]

Figura 1.2:



[5] *Cfr: J.Berk, P. De Marzo, Finanza Aziendale 1, 2011; pag. 356/360*
[6] *Cfr: Portfolio Selection, Harry Markowitz, The Journal of Finance, 1952*

1.4. Valore attuale e metodo del VAN

Nei precedenti paragrafi abbiamo introdotto il concetto di rendimento atteso, interpretato, nell'ottica degli investitori, come il rendimento che essi si aspettano, sulla base del rischio assunto, per investire nel progetto. Nell'ottica dell'impresa invece tale valore rappresenta il costo di reperimento di capitale a titolo di rischio sul mercato.

Tuttavia, finché si valutano costi e benefici allo stesso istante temporale, è possibile confrontarli direttamente per prendere una decisione. Al fine di confrontare investimenti che saranno remunerativi ad istanti temporali successivi a quello dell'iniziale esborso monetario e differenti tra loro, occorre invece introdurre il concetto di valore attuale netto (VAN). Definiamo valore attuale netto (VAN) di un investimento la differenza tra il valore attuale dei benefici e dei costi ad esso connesso:

$$VAN = VA\ (benefici) - VA\ (costi)$$

Perciò, il VAN è interpretabile come il valore attuale del totale dei flussi di cassa attesi dal progetto. Se il VAN è positivo, intraprendere il progetto aumenta dunque il valore dell'impresa, sempre che siano stati correttamente valutati tutti i costi e i benefici relativi all'investimento considerato.

Da tali premesse emerge che quando si prende una decisione di investimento, occorre scegliere l'alternativa, tra quelle disponbili, a cui corrisponde il VAN più alto, poiché tale scelta porterà al maggior incremento di valore per l'impresa. Tale investimento equivale a ricevere il VAN ad esso corrispondente sotto forma di denaro oggi. Dato che rifiutare di effettuare l'investimento corrisponde ad avere un VAN uguale a zero, poiché, in tal caso, non si avranno né costi né benefici, il criterio decisionale del VAN implica che si potranno solo accettare progetti con VAN positivo.[7]

Come precedentemente affermato, la maggior parte degli investimenti ha flussi di cassa multipli, i quali si manifestano in differenti momenti temporali. Al fine di poter calcolare il valore attuale di tali flussi di cassa, occorrerà usare delle tecniche per spostare tali valori nel tempo, al fine di poterli ricondurre tutti allo stesso istante temporale.

[7] *Cfr: J.Berk, P. De Marzo, Finanza Aziendale 1, 2011; pag. 68/73*

La formula generale per calcolare il valore attuale di una serie di flussi di cassa futuri è la seguente:

$$VA = FCF_0 + \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + .. + \frac{FCF_n}{(1+r)^n}$$

Dove i FCF (*free cash flows*) rappresentano i flussi di cassa (positivi o negativi) generati dal progetto nei diversi anni, *n* rappresenta la durata, n anni, dell'investimento ed *r* un adeguato tasso di sconto per i flussi di cassa futuri, dipendente dalla loro potenziale variabilità nel tempo. Tale formula può anche essere riscritta come:

$$VA = \sum_{t=o}^{n} VA\,(FCF_t) = \sum_{t=0}^{n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$$

Notiamo, dunque, che il valore attuale di una serie di flussi di cassa corrisponde alla sommatoria del valore attuale dei singoli flussi di cassa.
Pertanto, nell'ottica dell'impresa, il rendimento richiesto dagli investitori, dipendente, come affermato in precedenza, oltre che dal valore temporale del denaro, espresso dal tasso privo di rischio, dalla volatilità dei rendimenti futuri attorno al valore atteso, sarà dunque utilizzato come tasso di sconto, con il quale poter attualizzare i futuri flussi di cassa attesi, generati dall'investimento, al fine di valutarne la sua convenienza economica.[8]

1.5. Il criterio del TIR

Il tasso interno di rendimento (TIR), è interpretabile come il rendimento atteso ottenuto dall'impresa nella realizzazione di un determinato progetto di investimento. Il criterio del tasso interno di rendimento si basa su un concetto molto semplice: se il rendimento atteso generato dall'investimento, costituito appunto dal TIR, è maggiore del costo di reperimento del capitale dell'impresa, sia a titolo di rischio che a titolo di debito, l'impresa crea valore realizzando il progetto.
In linea di massima, si può dunque affermare che va realizzato qualsiasi investimento il cui il TIR, relativo a quest'ultimo, sia maggiore del costo di reperimento del capitale.

[8] *Cfr: J.Berk, P. De Marzo, Finanza Aziendale 1, 2011; pag. 99/109*

Essendo un indice di redditività, tale tasso corrisponde a quello che eguaglia a zero il VAN riguardante l'investimento in esame. Analiticamente:

$$VAN = 0 = FCF_0 + \frac{FCF_1}{(1+TIR)} + \frac{FCF_2}{(1+TIR)^2} + .. + \frac{FCF_n}{(1+TIR)^n}$$

Dove i FCF sono i flussi di cassa generati dal progetto negli *n* anni corrispondenti alla sua durata, compreso ovviamente l'investimento iniziale. Il valore del TIR può essere dunque essere calcolato per via iterativa, grazie all'ausilio di un calcolatore.
Il tasso ottenuto, confrontato con il costo medio di reperimento del capitale, fornirà un'utile informazione riguardo alla convenienza o meno per l'impresa nell'intraprendere il progetto.[9]

1.5.1 Il costo medio ponderato del capitale

Al fine di calcolare il costo di reperimento del capitale da parte di un'impresa, necessario per intraprendere un determinato progetto, occorre conoscere:

- Il costo del capitale apportato nell'impresa a titolo di rischio (r_e), dipendente, come in precedenza affermato, dalla volatilità e dal tasso di rendimento privo di rischio.
- Il costo di reperimento di capitale a titolo di debito (r_d), che varia in base alla probabilità di default stimata dell'impresa.
- I valori di mercato del capitale a titolo di rischio (E) e di quello a titolo di debito (D), al netto della liquidità.
- Il livello di tassazione (τ).

Disponendo dei suddetti valori è possibile calcolare il costo medio di reperimento del capitale per l'impresa (r_{wacc}):

$$r_{wacc} = \frac{E}{D+E} * r_e + \frac{D}{D+E} * r_d * (1 - \tau)$$

Notiamo che il metodo del wacc (*Weighted Average Cost of Capital*) tiene conto dello scudo fiscale derivante dall'indebitamento, consistente nei vantaggi connessi alla deducibilità degli interessi passivi.

[9] *Cfr: J.Berk, P. De Marzo, Finanza Aziendale 1, 2011; pag. 173/177*

In prima analisi un aumento del rapporto di indebitamento ridurrebbe il costo del capitale per l'impresa, che beneficerebbe inoltre di uno scudo fiscale maggiore; in realtà, quando l'indebitamento in un'impresa è troppo alto, si genera un aumento sia del costo del capitale di rischio, visto il maggior rischio insito in un'impresa altamente indebitata, sia quello del capitale di debito, in conseguenza all'aumento delle sue probabilità di default. Per poter sfruttare un rapporto ottimale di indebitamento, che massimizzi il valore dell'impresa, occorrerà dunque considerare opportunamente tali circostanze.
Dato che il costo del capitale dipende dal rapporto d'indebitamento dell'impresa, per far sì che esso rimanga costante, ad un livello ottimale per l'impresa, questa non dovrà variare il rapporto tra debito e mezzi propri con cui si finanzia.[10]

1.6. La diversificazione come strategia aziendale

La diversificazione è una strategia che ha come obiettivo quello di incrementare il profitto attraverso l'ingresso in nuovi mercati. La matrice "*Prodotto-Mercato*" di Ansoff (1957), di seguito riportata, sottolinea chiaramente come la diversificazione consista nel rivolgersi verso nuovi mercati:

Tabella 1.1:

	Prodotto consolidato	***Prodotto nuovo***
Mercato consolidato	Penetrazione del mercato	Sviluppo del prodotto
Mercato nuovo	Sviluppo del mercato	Diversificazione

Egli individua quattro modalità di diversificazione: concentrica, orizzontale, conglomerata e verticale.

- Nella *diversificazione concentrica* l'organizzazione sviluppa nuove combinazioni tra funzione e tecnologia di prodotto, caratterizzate da legami di complementarietà, sul piano tecnologico o commerciale, con l'offerta attuale ed in grado di riscontrare l'interesse di nuovi gruppi di acquirenti. L'obiettivo di questo tipo di diversificazione consiste nell'espansione del mercato per beneficiare delle sinergie create dalla complementarietà delle attività.

[10] *Cfr: J.Berk, P. De Marzo, Finanza Aziendale 1, 2011; pag. 634/640*

- La *diversificazione orizzontale* invece, è un processo di crescita nel quale l'azienda aggiunge nuove funzioni o tecnologie di prodotto non completamente dissimili dai prodotti già esistenti e indirizzati verso i clienti attuali. Il successo di quest'approccio dipende dalla presenza di clienti fidelizzati rispetto ai prodotti offerti e dalle caratteristiche dei nuovi prodotti, che devono essere qualitativamente elevati, ben promossi e prezzati. Poiché i nuovi prodotti sono indirizzati verso il mercato già consolidato, c'è il rischio che tale strategia rafforzi la dipendenza dell'azienda nei confronti di determinati segmenti di mercato.
- Nella *diversificazione conglomerale,* l'azienda sceglie un percorso di crescita, sviluppato attraverso l'offerta di nuovi prodotti o servizi che non hanno alcuna sinergia tecnologica o commerciale rispetto ai prodotti tradizionalmente offerti. Tale strategia conduce l'azienda in un contesto competitivo nuovo, scarsamente correlato con il business attuale.
- La *diversificazione verticale* ha come obiettivo l'estensione dell'attività dell'azienda in un'altra a monte o a valle della catena del valore; mediante tale strategia l'impresa diventa "cliente di se stessa".[11]

Il fenomeno della diversificazione è stato oggetto di molteplici analisi economiche. Di seguito vengono ne vengono riportate alcune tra le più significative.

Secondo le argomentazioni di Edith Penrose (1959), la diversificazione rappresenta una caratteristica naturale dello sviluppo delle imprese. Nel processo di crescita, infatti, può accadere che le imprese accumulino ingenti risorse, ma che non siano in grado di utilizzarle in modo adeguato. Qualora i mercati principali abbiano scarse prospettive di ulteriore espansione, una strategia diversificativa, indirizzata verso i settori ad alto potenziale di sviluppo, si presenta perciò come un ottimo canale d'impiego delle risorse in eccedenza.

Occorre comunque tenere presente che tali risorse presentano un certo grado di indivisibilità, la cui origine può derivare da diversi fattori, quali:

- Il capitale fisico dell'impresa.
- Un accumulo di "capitale conoscitivo" e di altri beni intangibili esclusivi, difficilmente trasferibili, come il know-how, le competenze organizzativo-manageriali, marchi, etc.
- I processi di routine e quelli di apprendimento.

[11] *Cfr: Ansoff, I. H., Strategies for diversification, 1957. Harvard Business Review, Vol. 35, No. 2; pag. 113/124*

La strategia di diversificazione si ispira alla massimizzazione del valore dell'impresa attraverso un utilizzo più efficiente delle competenze accumulate, ove ciò sia possibile.[12]

La teoria della Penrose è stata invece sviluppata grazie al concetto di *economie di scopo*, introdotto da Teece (1980), ossia situazioni in cui la produzione congiunta di due o più beni è resa vantaggiosa da una riduzione del costo medio unitario rispetto a quello che si sarebbe sostenuto producendo ciascun bene separatamente, dovuta allo sfruttamento di una comune risorsa specifica.[13]

Anche secondo l'opinione di Marris (1964), la crescita dimensionale dell'impresa è una condizione alla base della diversificazione, ma essa in questo caso è vista come una conseguenza delle decisioni dei manager, le quali non sempre risultano coerenti con gli obiettivi degli azionisti (*managerial view*). Nelle imprese di grandi dimensioni, infatti, spesso proprietà e gestione sono due attività separate: mentre l'azionista tende a massimizzare il valore delle sue azioni, il manager ha come obiettivo quello di ottenere potere e prestigio attraverso la crescita dimensionale dell'impresa e con il conseguente accrescimento della sua rete di contatti. Tale visione evidenzia dunque una possibile inefficienza della diversificazione, dovuta al fatto che vi è asimmetria informativa insita nel rapporto "principale-agente".[14]

Secondo un terzo approccio, teorizzato da Scott (1993), le imprese opportunamente diversificate possono aumentare il loro potere di mercato attraverso dei benefici incrociati: una posizione di forza in una particolare industria può essere usata per sostenere prezzi bassi in altri mercati, caratterizzati da più intensa competizione; questa visione era stata anticipata da Edwards (1955), il quale, nel suo lavoro, affermò:

"un'impresa che produce molti prodotti e opera su molti mercati non ha bisogno di guardare alla massimizzazione dei profitti in tutti i mercati in cui opera (...) essa può possedere potere in un particolare mercato non solo virtù dell'importanza che ricopre nell'organizzazione di quel mercato ma anche in virtù dell'ampiezza e della tipologia delle sue attività in qualche altro mercato".[15]

---

[12] *Cfr: Edith Penrose, The Theory of the Growth of the Firm, 1959*
[13] *Cfr: Penrose, E. T., The Theory of the Growth of the Firm, 1959*
[14] *Cfr: R. Marris,* The Economic Theory of "Managerial" Capitalism
[15] *Cit: Corwin D. Edwards, Conglomerate Business as a Source of Power. Business Concentration and Price Policy, 1955*

Gli approcci elencati, comunque, non si escludono a vicenda, ma se combinati in modo adeguato possono ispirare un'ampia gamma di strategie di diversificazione. Possiamo dunque constatare che i vantaggi riscontrabili dalla diversificazione possono essere ricondotti a diversi fattori, quali:

- La crescita dell'impresa.
- Le economie di scopo e di scala.
- L'acquisizione di know-how, tecnologie e competenze nuove.
- L'acquisizione di strumenti aggiuntivi per affrontare la concorrenza.
- La possibilità di utilizzo delle risorse in eccesso.

Tra i possibili svantaggi legati ad essa possiamo invece riscontrare:

- L'incremento dei costi di gestione e di coordinamento.
- La maggiore rigidità rispetto ai cambiamenti e alle turbolenze sistemiche.
- La formulazione di obiettivi generali che possono risultare discordanti con l'andamento dei singoli settori.
- La creazione di legami e sinergie che possono comportare effetti distorsivi.

Vi sono tre differenti modalità per implementare la diversificazione, cioè attraverso la crescita della capacità produttiva (*sviluppo per vie interne*), l'acquisizione di aziende o rami di azienda (*sviluppo per vie esterne*) oppure tramite l'integrazione e collaborazione con altre realtà imprenditoriali, salvo la permanenza di una forte autonomia operativa delle singole unità (*sviluppo a rete*).
Per misurare il grado di diversificazione, sono stati sviluppati diversi indici. Quello di Herfindahl-Berry, opportunamente modificato da Montgomery (1982) è stato elaborato al fine di attribuire un maggior peso a quelle attività che assorbono una quota del fatturato più alta; in tal caso la diversificazione può essere espressa dalla seguente relazione:

$$DIVERSIFICAZIONE = 1 - \sum_{j=1}^{n} \left(\frac{x_{i,j}}{x_i}\right)^2$$

In tale indice, che può assumere valori compresi tra zero e uno, $x_{i,j}$ rappresenta il fatturato dell'impresa i-esima nel settore j-esimo, mentre x_i indica il fatturato totale dell'impresa.

Maggiore sarà il valore dell'indice, maggiore sarà il grado di diversificazione dell'impresa. Possiamo pertanto affermare che tra l'indice e la diversificazione sussiste un rapporto di diretta proporzionalità.[16]

Diverso è l'approccio seguito da Rumelt (1974); egli, tramite la costruzione degli indicatori di *specializzazione* (RS, dato dal rapporto tra il fatturato del settore principale e il fatturato totale), di *correlazione* (RC, che indica il rapporto fra il fatturato dei settori maggiormente correlati e quello totale) e verticalizzazione (il quale, se superiore a 0,7, indica la presenza di un'impresa integrata verticalmente) ottiene le seguenti categorie di sviluppo della strategia diversificativa dell'impresa:

- Un solo campo d'attività
- Un campo di attività dominante
- Attività correlate
- Business conglomerati.[17]

Teece (1994), propone invece due misure innovative per analizzare la dimensione qualitativa del fenomeno diversificazione, ossia l'*indice di correlazione settoriale* ($t_{i,j}$) e l'*indice di coerenza* (*WAR*). Il primo è espresso dalla seguente relazione:

$$t_{i,j} = \frac{j_{i,j} - \mu_{i,j}}{\sigma_{i,j}}$$

Dove $j_{i,j}$ indica il numero di imprese attive in entrambi i settori i e j; $\mu_{i,j}$ il valore atteso di una variabile casuale ipergeometrica (corrispondente al numero di legami fra i due settori che si osserverebbe se le imprese si fossero diversificate in modo casuale) e $\sigma_{i,j}$ la volatilità della variabile casuale considerata.

L'indice di coerenza viene invece espresso come:

$$WAR = \frac{\sum_{j \neq i} t_{i,j} * v_j}{v_j}$$

[16] *Cfr: Montgomery, C. A., The measurement of firm diversification: Some new empirical evidence, 1982. Academy of Management Journal, 25(2); pag. 299/307*

[17] *Cfr: Rumelt, R. P, Corporate Diversification Strategies and Financial Performance, 1977*

In tal caso si considera un'impresa operante nel settore principale *i,* in cui $t_{i,j}$ rappresenta il grado di connessione fra i settori *i* e *j*, mentre v_j il fatturato dell'attività secondaria *j*.
Un'impresa risulta coerente se il suo raggio d'azione è costituito da business che condividono risorse di tipo tecnologico, organizzativo e di mercato. L'indice si basa su due principi teorici: quello di *non casualità* (l'intensità del legame tecnologico e di mercato tra due attività è positivamente correlata alla frequenza con cui le imprese abbinano tali settori nel proprio profilo di diversificazione) e di *sopravvivenza* (l'ambiente economico effettua una selezione delle imprese, avvantaggiando quelle che abbandonano le attività meno correlate al business principale, cioè con minore efficienza).[18]
Se, da un lato, l'indice di Berry risulta poco adatto nell'analizzare la componente qualitativa, dall'altro gli approcci di Rumelt e di Teece non danno molte indicazioni su quali siano i livelli di diversificazione; a tal proposito, uno studio accurato dovrebbe considerare in modo congiunto tali indicatori.

Negli attuali approcci d'investimento si sono sviluppati diverse strategie di diversificazione, che si possono suddividere in:

- Diversificazione temporale;
- Diversificazione tra titoli;
- Diversificazione geografica;
- Diversificazione dei potenziali di crescita;
- Diversificazione strutturale.

La *diversificazione temporale* consiste nel diversificare i propri investimenti in base alla loro durata, in modo da poter differenziare le tempistiche connesse ai rendimenti dei singoli titoli.
Per avere un'adeguata *diversificazione tra titoli* occorre investire in titoli diversi fra loro ed emessi da enti e società che operano in settori diversi. Una buona quantità di titoli in portafoglio, possibilmente scarsamente correlati tra loro, dovrebbe condurre ad una notevole riduzione del rischio totale assunto, come illustrato nella teoria di Markowitz.
La *diversificazione geografica* invece, è utilizzata per sfruttare le divergenze dei cicli economici in essere nelle diverse aree geografiche.

[18] *Cfr: Teece et al., Understanding corporate coherence: theory and evidence. Journal of Economic Behavior and Organization, 1994.; pag. 1/30*

Nella *diversificazione dei potenziali di crescita* si mira ad investire sui mercati emergenti e su titoli di società dinamiche e in crescita; si tratta di una forma di investimento molto complessa e rischiosa.

La *diversificazione strumentale* infine, ha come obiettivo quello di massimizzare i risultati nel lungo termine grazie alla riduzione delle fluttuazioni esistenti negli investimenti di tipo azionario, attraverso l'introduzione, nel portafoglio, di strumenti specializzati, acquistati per tale scopo.

- CAPITOLO 2 -

Il mercato immobiliare

2.1. Caratteristiche del mercato immobiliare

Il nostro ordinamento giuridico considera beni immobili, secondo le disposizioni dell'Art. 812 del Codice Civile, *"il suolo, le sorgenti e i corsi d'acqua, gli alberi, gli edifici e le altre costruzioni, anche se unite al suolo a scopo transitorio, e in genere tutto ciò che naturalmente o artificialmente è incorporato al suolo. Sono reputati immobili i mulini, i bagni e gli altri edifici galleggianti quando sono saldamente assicurati alla riva o all'alveo e sono destinati ad esserlo in modo permanente per la loro utilizzazione. Sono mobili tutti gli altri beni".*[19]

Le proprietà immobiliari sono asset unici se comparati agli altri beni, le cui peculiarità derivano dalle loro caratteristiche intrinseche, dall'ordinamento giuridico e dalle scelte degli investitori. Di seguito vengono esposte le loro principali caratteristiche:

- *L'eterogeneità*; non esistono infatti beni immobiliari identici tra loro, ognuno di essi ha la sua unicità e si distingue dagli altri per una combinazione di aspetti come il design, l'anno di costruzione, la superficie del terreno, il volume dell'immobile, lo stato di manutenzione, il valore d'uso, etc. Tali elementi sono inoltre legati alla soggettività valutativa dell'acquirente. L'effetto dell'eterogeneità delle proprietà immobiliari è spesso amplificato dalla mancanza di trasparenza ed informazione presente nel mercato immobiliare.
- *L'immobilità*; anche se in rari casi è possibile spostare alcune costruzioni (ad esempio quelle prefabbricate), di solito tale operazione è finanziariamente insostenibile. I beni immobiliari sono dunque considerati notoriamente immobili e di norma le strutture rimosse dal terreno vengono demolite. La conseguenza principale di ciò è che l'economia locale possiede un'influenza molto forte sul valore dell'immobile stesso ed anche sulla sua destinazione d'uso. Infatti, frequenti sono le riconversioni immobiliari in seguito a cambiamenti dell'economia locale.
- *L'indistruttibilità del suolo*; i terreni sono per definizione indistruttibili, anche se esiste la possibilità che diventino, col tempo, non utilizzabili per la costruzione d'immobili, a causa di un loro possibile deterioramento. Questi possono essere inoltre soggetti a una

[19] *Cit: Codice Civile Italiano, Art 812, Distinzione dei beni*

variazione del loro valore, basata sulle fluttuazioni della domanda.

- *La localizzazione*; la posizione di una proprietà è essenziale nel momento in cui si tratta di effettuare un investimento immobiliare. Essa è un elemento di vitale importanza nella determinazione del valore dell'immobile. La posizione infatti può avere un grande effetto sull'utilità e sulla qualità dell'immobile, anche in base al suo grado di raggiungibilità.
- *Possono essere, congiuntamente, beni di consumo e di investimento*; gli immobili possono essere acquistati sia per il loro diretto utilizzo sia per ottenerne un ritorno economico.
- *L'alto valore unitario*; per acquistare una proprietà immobiliare sono necessarie, generalmente, elevate somme di denaro, problematica che può essere in parte risolta attraverso l'utilizzo del canale di credito.
- *Investimenti a lungo termine*; gli investimenti immobiliari presentano tale peculiarità come conseguenza della lunga durata degli edifici e l'indistruttibilità dei terreni, nonché per motivazioni riguardanti gli investitori stessi e le caratteristiche degli ordinamenti giuridici; la struttura dei singoli investimenti può infatti influenzarne la durata. Per tali ragioni, sia gli investitori istituzionali, sia i privati e le aziende interessati all'acquisto per fruire del bene, ragionano generalmente con una prospettiva di lungo periodo.
- *L'illiquidità*; gli asset immobiliari si caratterizzano per la loro scarsa liquidità, derivante dal lungo periodo temporale solitamente necessario per riuscire a vendere gli stessi ad un prezzo prossimo a quello di mercato. Si può dunque affermare che, generalmente, esiste un trade-off tra il tempo necessario di realizzazione della vendita e l'importo ottenuto in contropartita. Tale illiquidità deriva proprio dalle caratteristiche intrinseche degli immobili in precedenza elencate.
- *La complessità gestionale*: gli immobili presentano solitamente un'elevata complessità gestionale e richiedono all'investitore un impegno diretto e qualificato, al fine di garantirne un'adeguata gestione.

Oltre alle caratteristiche dei beni immobili è necessario considerare tutte le specificità dei mercati di riferimento, riguardanti la loro segmentazione, la trasparenza ridotta, la presenza Statale, i costi di transazione, lo squilibrio tra domanda ed offerta e il numero delle transazioni. E' importante analizzare tali caratteristiche, poiché spesso risultano avere un impatto rilevante sugli aspetti finanziari degli investimenti immobiliari. Contrariamente ai mercati borsistici, altamente centralizzati, il mercato immobiliare è fortemente segmentato a

livello geografico; i beni non hanno dunque una buona standardizzazione e vengono trattati spesso su mercati di dimensioni ridotte, definiti dal tipo di bene e dalla zona geografica.

Il mercato immobiliare, a causa della sua scarsa trasparenza, risulta essere soggetto ad asimmetrie informative; alcuni valori, come ad esempio la dimensione dell'edificio e l'anno di costruzione sono comunemente disponibili, ma informazioni essenziali, quali lo stato di manutenzione o la qualità della costruzione sono difficilmente accessibili, se non dopo un'attenta analisi. Siccome l'andamento del mercato è solitamente misurato dai prezzi e dai tempi medi di vendita e locazione, la mancanza di informazioni può rendere complesso capire se un indice dei prezzi non sia falsato da differenze qualitative relative ai beni scambiati sul mercato in differenti periodi.[20]

Sul mercato immobiliare esistono contemporaneamente una domanda e un'offerta sia riguardanti le superfici utilizzabili (*space market*) sia per i beni immobiliari (*asset market*). L'asset market dipende dallo space market, in quanto sia il canone di locazione che il prezzo di vendita degli immobili, elementi fondamentali nel determinarne il prezzo, sono influenzati anche dall'andamento di quest'ultimo. L'offerta nello space market è caratterizzata da una bassa elasticità, causata del lungo periodo necessario per il reperimento di nuove superfici edificabili. Pertanto, nel breve periodo, un aumento dell'offerta causerà un aumento dei prezzi di tali superfici, piuttosto che un aumento della produzione. Tale disequilibrio si ripercuoterà sul prezzo degli immobili, nel caso siano temporaneamente esaurite le superfici sulle quali edificare.

Tra le imperfezioni del mercato immobiliare importanza rilevante hanno, inoltre, gli alti costi di transazione, generalmente a carico dell'acquirente, ed il numero limitato di transazioni, conseguenza diretta dei loro elevati costi, dell'alto valore unitario degli immobili e dei lunghi tempi d'investimento.[21]

[20] *Cfr: Martin Hoesli, Giacomo Morri, Investimento Immobiliare, 2010; pag. 8/25*
[21] *Cfr: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, 1992. Vol 20.1; pag. 181/197*

Gli investitori immobiliari possono essere di diverso tipo, e vengono distinti in:

- Privati e famiglie
- Istituzioni
- Fondi d'investimento
- Società immobiliari
- Altre imprese
- Stato, inteso in senso lato (considerando cioè tutti i livelli amministrativi, tra cui: Comuni, Province, Regioni e Stato centrale).

Quest'ultimo ricopre un ruolo estremamente importante nel settore: esso può agire come regolatore, e può intervenire dal punto di vista legislativo, specialmente in materia fiscale. Esso inoltre coordina lo sviluppo urbano, emanando norme concernenti l'assetto territoriale, e deve provvedere anche a fornire abitazioni per i meno abbienti, al fine di adempiere la sua funzione sociale.

2.2. Evoluzione del settore immobiliare

Il settore immobiliare è stato investito, a partire dagli anni '90, da una profonda trasformazione, indirizzata verso uno sviluppo più moderno ed integrato del settore. Tra le principali evoluzioni conseguenti a tale innovazione possiamo riscontrare:

- L'innovazione tecnologica e gestionale
- Le dismissioni pubbliche di beni e società di gestione, cioè le privatizzazioni.
- La creazione di nuovi strumenti finanziari per il comparto immobiliare.

In Italia, il *Decreto Legislativo n. 104* del 16 febbraio 1996 ha contribuito a tale trasformazione, attraverso diversi punti da esso stabiliti in materia di obiettivi e vincoli. Di notevole importanza sono quelli riguardanti la determinazione di diversi obiettivi sul piano della gestione del risparmio, come il raggiungimento di una gestione economicamente soddisfacente e la valorizzazione del patrimonio immobiliare, ed il superamento della gestione diretta del patrimonio da parte degli enti previdenziali. Tale decreto inoltre segna l'inizio della fase di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, congiuntamente al rinnovamento di criteri e forme gestionali di amministrazione degli asset da parte degli enti. Un suo importante merito è stato quello di riuscire ad innovare l'approccio delle Pubbliche

Amministrazioni riguardo l'ottimizzazione della gestione immobiliare.[22]

I processi di dismissione da parte dei privati sono stati invece motivati dalla necessità di scorporare i patrimoni immobiliari, spesso di ingente valore, dal proprio business primario, alla ricerca di una gestione più efficiente, al fine di ottenere una maggiore valorizzazione di tali beni. Ciò ha portato alla costituzione di nuove società immobiliari.

Seppur in ritardo rispetto agli altri Paesi Europei, anche l'Italia si è dotata, nell'ultima decade, di strumenti finanziari in grado di far convergere sia il risparmio della famiglia, che l'interesse degli investitori istituzionali verso il settore immobiliare. Lo sviluppo di tali strumenti ha condotto verso un processo di "*finanziarizzazione",* che ha anche contribuito a combattere i fenomeni della scarsa trasparenza e della carenza di liquidità connessi con il mercato immobiliare, creando progressivamente comportamenti formalizzati, procedure rigorose e servizi qualificati.

2.3. La finanziarizzazione e le fonti di finanziamento

Il processo di finanziarizzazione immobiliare, sviluppatosi in Italia nell'ultima decade, ha provocato una profonda trasformazione del settore; infatti, attraverso la nascita delle operazioni di cartolarizzazione, edifici e proprietà immobiliari possono essere scambiati sul mercato dei capitali alla stregua degli altri titoli negoziabili, con caratteristiche di rischio e rendimento comparabili a quelle degli altri investimenti finanziari.

L'obiettivo principale di tale processo è sia quello di ridurre l'illiquidità, tipica del mercato immobiliare, sia di valorizzare la strategia gestionale, attraverso la scelta del finanziamento più adatto alle caratteristiche del progetto. Le principali metodologie di finanziamento adottate in ambito immobiliare sono le seguenti:

- *Equity,* ossia il reperimento del capitale da soggetti che investono, a titolo di rischio, nell'impresa.
- *Quasi-Equity,* una forma di investimento a titolo di rischio che comporta un rimborso dipendente dai ricavi generati dall'impresa; si tratta di una sorta di partecipazione ai ricavi.
- *Mezzanine,* uno strumento di finanziamento il cui rimborso è composto da un rendimento fisso e da uno dipendente dai ricavi generati (*equity kicker).*
- *Debito*, consistente in una forma di investimento che prevede il rimborso del capitale e degli interessi maturati secondo predeterminati tassi e scadenze. Questo consente una

[22] *Cfr: Decreto Legislativo 16 febbraio 1996, n. 104*

remunerazione prioritaria rispetto a quella del capitale investito a titolo di rischio, indipendente dai risultati conseguiti dall'impresa (escluso il default). La priorità di rimborso dipende dal grado di subordinazione dello specifico debito rispetto agli altri.

- Le *cartolarizzazioni*, processo mediante il quale i flussi di cassa futuri degli asset immobiliari sono convertiti in flussi correnti attraverso l'emissione di titoli, negoziabili nel mercato dei capitali. Questo tipo di operazione coinvolge molteplici soggetti, tra cui il primo è l'*originator*, cioè l'impresa che avvia il processo di cartolarizzazione attraverso la cessione di un portafoglio di asset, che viene conferito a una società appositamente costituita per questo tipo di operazione, ossia la Special Purpose Vehicle (SPV), che si occupa dell'emissione e del collocamento di tali titoli sul mercato; tale procedura prende il nome di *pay-through*. Di notevole e crescente importanza, prima dell'effettivo collocamento sul mercato dei titoli, risulta il ruolo delle società di rating, le quali si occupano di valutarne la loro qualità, attraverso l'operazione della due diligence.
- I *project bond*, cioè delle emissioni obbligazionarie finalizzate alla realizzazione di un progetto; è uno strumento molto utilizzato per coinvolgere capitali privati nel finanziamento di importanti opere pubbliche. I soggetti emittenti sono solitamente banche, istituzioni finanziarie, enti e agenzie pubbliche e emittenti di grandi dimensioni. Nel settore immobiliare è spesso presente, in questo tipo di operazione anche una SPV, che ha il compito di reperire le risorse necessarie per l'operazione di finanziamento e di ottenere risparmi in termini di tassazione per i sottoscrittori.
- Il *project financing*, un'operazione di finanziamento a lungo termine, consistente nell'utilizzo di un soggetto giuridico creato appositamente per iniziativa, costituito da una SPV o da una Special Purpose Company (SPC) attraverso cui si mantengono separati giuridicamente gli asset del progetto da quelli dei soggetti promotori dell'iniziativa. La società veicolo è finanziata sia da capitale di rischio, fornito di norma dai soggetti promotori, sia da capitale di debito. In questo modo, attraverso l'imputazione di attività e passività al veicolo è possibile mantenere un controllo più stretto sull'andamento del progetto. L'obiettivo del project financing è quello di coinvolgere i privati ed il mercato finanziario in un progetto. Tra gli attori coinvolti vanno menzionati gli sponsor (solitamente la Pubblica Amministrazione o i grandi gruppi industriali) che danno il via all'operazione e conferiscono il necessario capitale di rischio, e le banche finanziatrici, che possono assumere ruoli e responsabilità differenti all'interno del progetto.

- Il *venture capital*, una forma di finanziamento con cui viene apportato capitale di rischio a lungo termine da parte di un investitore per finanziare l'avvio o la crescita di un'azienda non quotata in settori ad elevato potenziale di sviluppo.
- Lo *spin-off immobiliare*, consistente nell'operazione con cui i beni immobili di una società vengono attribuiti ad una o più società preesistenti o di nuova costituzione. Si può attuare mediante cessione o conferimento dell'immobile o anche tramite una sua scissione parziale. Ciò comporta la nascita di un nuovo complesso aziendale, in cui solitamente si genera un sistema del tutto indipendente dall'impresa madre, in grado di valorizzare e gestire immobili anche di soggetti terzi. Tali operazioni possono avere anche effetti non riguardanti le esigenze finanziarie, come ad esempio l'aumento dell'incentivazione del management o l'incremento della trasparenza.
- Il *sale & lease back*, ossia un contratto in base al quale un soggetto vende un bene ad una società di leasing e quest'ultima concede lo stesso in leasing al soggetto venditore. Il sale & lease back immobiliare ha come obiettivo quello di permettere di ottenere liquidità monetizzando il valore dell'immobile, pur mantenendone la disponibilità.[23]

2.3.1 I soggetti investitori

I soggetti coinvolti nell'investimento immobiliare sono molteplici; essi si possono distinguere nelle categorie di investitori privati, investitori istituzionali, aziende e Stato.

Gli investitori privati rappresentano un'alta percentuale degli investitori totali, essendo, in quasi tutti i Paesi, i principali proprietari di immobili adibiti ad abitazione e degli immobili destinati allo svolgimento della propria attività commerciale, industriale o artigianale. L'investimento residenziale effettuato dai privati può essere di tipo strumentale, ossia legato all'utilizzo diretto dell'immobile, oppure reddituale, nel caso in cui la proprietà venga affittata. In Italia il tasso di proprietà dell'abitazione è uno dei più alti al mondo; infatti circa il 72% delle famiglie è proprietario dell'abitazione in cui vive.[24]

Nella categoria degli investitori istituzionali si trovano principalmente i fondi, sia pensionistici che privati, le assicurazioni, gli enti territoriali e previdenziali, nonché le banche d'investimento; a tale categoria appartengono dunque operatori professionali, che investono al fine di locare e rivendere, piuttosto che per l'utilizzo diretto.

[23] *Cfr: Izzo Claudio, La guida del Sole 24 Ore agli investimenti finanziari: Gli strumenti, i prodotti, i processi, i servizi, 2011*

[24] *Dato al 2014; Fonte Istat, Annuario Statistico Italiano*

I fondi immobiliari, in particolare, sono dei fondi comuni d'investimento specializzati in modo esclusivo o prevalente nell'investimento immobiliare, aventi l'obbligo di investire il loro patrimonio, in misura non inferiore ai due terzi, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, sia tramite investimenti diretti, che indiretti. Essi sono prevalentemente istituiti in forma chiusa, prevendo un diritto al rimborso della quota sottoscritta solo ad una determinata scadenza. Il fondo, tipicamente gestito da una Società di Gestione del Risparmio (SGR), viene generalmente classificato in base a diverse peculiarità, quali:

- I settori verso cui orienta il proprio investimento.
- Le modalità di acquisizione degli immobili.
- La tipologia di distribuzione dei proventi.
- Le caratteristiche dei potenziali sottoscrittori.

La durata minima prevista per tali tipologie di investimento finanziario è pari a dieci anni e non può essere superiore al termine di durata della SGR che l'ha costituito, salvo la possibilità di Banca d'Italia di consentire una proroga, comunque non superiore a tre anni, nel caso in cui si necessita di altro tempo per completare lo smobilizzo degli investimenti; inoltre, nel caso specifico dei fondi chiusi, non può superare i trent'anni.
I fondi immobiliari nascono con una dotazione iniziale prestabilita, il patrimonio è raccolto mediante una o più emissioni di un numero predeterminato di quote; l'obiettivo del fondo è quello di raccogliere un determinato ammontare di denaro tramite i suoi sottoscrittori, che sarà utilizzato per la gestione del portafoglio.
Anche le aziende commerciali, industriali e del settore terziario sono importanti investitori immobiliari, soprattutto con investimenti di tipo strumentale, finalizzati ad un utilizzo diretto degli *asset* immobiliari nella propria produzione.
Di grande rilievo, in tale settore, risulta inoltre essere il ruolo dello Stato, inteso in senso lato (tenendo dunque conto dei vari livelli amministrativi), specialmente nel nostro Paese; il patrimonio immobiliare dello Stato è costituito da immobili strumentali per un valore complessivo di circa 40 miliardi di euro, in larga parte uffici, e da immobili non strumentali, stimati per circa 14 miliardi di euro; gli immobili delle Università pubbliche hanno invece un valore stimato prossimo ai 10 miliardi di euro.

A tutto ciò si aggiunge l'importante patrimonio riconducibile all'edilizia residenziale Pubblica, costituito da oltre un milione di appartamenti. Infine la parte libera, ossia quella inutilizzata o affittata a terzi, è stimata in circa il 3-5% del patrimonio totale.[25]

2.3.2. L'agente immobiliare e l'acquirente

Nell'ultimo anello della filiera immobiliare si trovano le figure dell'agente immobiliare e dell'acquirente, o utente, dell'immobile: il primo è un mediatore specializzato nella conclusione di affari aventi per oggetto lo scambio di beni immobili o imprese. Il Codice Civile, all'*articolo 1754*, definisce la figura del mediatore come "*colui che mette in relazione due o più parti per la conclusione di un affare, senza essere legato ad alcuna di esse da rapporti di collaborazione, di dipendenza o di rappresentanza*".[26]

La *legge n. 39105,* del 1989 prevede l'obbligatorietà dell'iscrizione di tale figura nel ruolo degli agenti d'affari in mediazione, istituito presso la Camera di Commercio, diviso in quattro sezioni, una delle quali destinata in particolare agli agenti immobiliari. L'attività di intermediazione immobiliare è compensata tramite una provvigione, nel caso in cui l'affare si concluda per effetto dell'intervento dell'agente; questa varia dal 2% al 7% del prezzo corrisposto per la conclusione dell'affare. Rispetto ad altre categorie di mediazione, quella immobiliare si distingue per essere rivolta principalmente a clientela privata, non professionale. Il fine principale dell'agente immobiliare è quello di individuare gli immobili più adatti esigenze del cliente, operando in un'ottica di customer satifaction.

Al termine della filiera immobiliare si trova l'acquirente dell'immobile, o l'attuale utente. Molto importante è una buona presenza, all'interno della filiera, di tali soggetti, poiché la possibilità di generare reddito è legata proprio alla presenza di questi ultimi.

2.4. Il Business Plan e le principali figure professionali

Il Business Plan è uno strumento operativo che, in un'ottica sistemica ed organica, ha l'obiettivo di identificare e definire tutti gli elementi riguardanti un determinato progetto, al fine di fornire un'analisi più adeguata possibile e di valutarne i punti critici e le potenzialità ad esso connesse, sia a livello quantitativo che qualitativo. Esso può riguardare l'analisi dell'intera impresa, di una parte di essa o di un suo specifico progetto.

Le sue principali finalità sono dunque riferite a:

[25] *Cfr: Martin Hoesli, Giacomo Morri, Investimento Immobiliare, 2010; pag. 39/44*
[26] *Cit: Codice Civile Italiano, Art. 1754, Mediatore*

- Mantenere un'opportuna dotazione patrimoniale e contenere il rischio.
- Effettuare un’efficace gestione degli immobili in portafoglio.
- Creare e mantenere un’adeguata struttura finanziaria.
- Creare valore per gli azionisti.

Tale attività di pianificazione e controllo consiste principalmente nella definizione di obiettivi a carattere strategico, nella predisposizione di piani d’azione in un ottica di medio o lungo periodo, nella redazione periodica dei budget e nell’analisi ex-post degli scostamenti tra le previsioni ed i risultati effettivamente conseguiti, elaborando opportuni report.
Tale processo, per le società di gestione del risparmio, prevede la redazione di Business Plan e dei budget relativi ad ognuno dei fondi immobiliari gestiti. Tale obbligo ha diverse finalità, quali:

- Una gestione maggiormente integrata del portafoglio.
- La valutazione delle nuove opportunità concernenti i singoli investimenti o i settori a questi analoghi.
- La valutazione del risultato delle attività di compravendita immobiliare all’interno dei fondi.
- La quantificazione del rendimento per i titolari delle quote dei fondi.
- Il monitoraggio dell’andamento dei fondi.

Obiettivo del Business Plan, all’interno di un fondo immobiliare, è dunque quello di consentire una gestione integrata del portafoglio, indicando le linee strategiche ed operative di gestione sia per gli immobili in portafoglio, sia per quelli che si intende acquistare.
Inoltre, tale strumento consente di analizzare il contributo in termini economici, patrimoniali e finanziari delle opportunità connesse a nuovi investimenti immobiliari, inserendoli in un modello già definito nelle sue strategie.

La formulazione di tali prospetti comporta un forte coinvolgimento delle diverse aree professionali che partecipano alla gestione dei fondi e degli immobili, tra le quali possiamo distinguere:

- L'Asset Management
- Il Development Project
- Il Fund Management
- Il Credit Management
- Il Project Management
- Il Property e Facility Management

Per *Asset Management*, in campo immobiliare, si intende la gestione del complesso di strategie e attività di investimento a medio-lungo termine, finalizzate alla massimizzazione del valore del portafoglio attraverso l'allocazione dei capitali in progetti di sviluppo, immobili e portafogli immobiliari.

Tale comparto ha il compito di valutare e definire tutti gli aspetti correlati alle varie possibilità d'investimento; svariate sono le attività che rientrano nel suo campo, tra cui gli studi di mercato, il controllo degli obiettivi preposti, l'analisi del portafoglio immobiliare, l'analisi finanziaria dell'investimento e la pianificazione strategica; tali attività non devono essere considerate singolarmente, bensì in una più ampia ottica che tenga conto dell'interazione tra le diverse sfere e tra queste ed il contesto di riferimento.

Nello specifico dell'ambito operativo, spetta all'asset manager il compito di valutare e supervisionare le attività svolte dalle società di servizi o da parti terze, nel quale è assistito solitamente da un'altra figura professionale, quella del real estate advisor. Tale figura si occupa di consulenza nei confronti degli investitori immobiliari, fornendo servizi riguardanti valutazioni, strategie di investimento, piani operativi, business plan ed analisi finanziarie, oltre a fornire assistenza a livello fiscale, legale e societaria.

L'ambito del *Real Estate Developement* è invece quello inerente lo sviluppo immobiliare di terreni in disuso e aree edificabili, al fine di una loro valorizzazione, in linea con le esigenze degli utilizzatori finali. Esso definisce all'inizio la propria idea di sviluppo, attraverso la quale inizierà a progettare il nuovo utilizzo dell'area in esame. Dovrà comunque essere verificata l'effettiva possibilità di realizzazione della propria idea di sviluppo iniziale, relazionandosi con le altre figure del settore immobiliare ed effettuando uno studio di fattibilità, al fine di avere una migliore visione globale del progetto, valutando la fattibilità amministrativa,

tecnica, economica e finanziaria, oltre a considerarne in modo adeguato l'impatto sociale ed ambientale. Elementi fondamentali per l'effettivo concretizzarsi dell'attività di sviluppo immobiliare sono quindi la verifica della disponibilità del suolo e il reperimento di tutte le autorizzazioni necessarie per il suo utilizzo. Occorre inoltre tener presente che le operazioni di valorizzazione sono sottoposte ad una moltitudine di rischi, che devono essere adeguatamente considerati, quali:

- Rischi di tipo normativo ed amministrativo, riguardanti la fase progettuale; infatti il mutamento del quadro politico e normativo di riferimento potrebbe condizionare la fattibilità dell'iniziativa ed allungare i tempi necessari per l'ottenimento delle autorizzazioni.
- Rischi di mercato, legati alla fase di commercializzazione; questi possono essere rappresentati dalle variazione dei prezzi e dei tempi di vendita e di locazione, dalla variazione del tasso medio di immobili sfitti (*vacancy rate*) o da una riduzione del valore di mercato degli investimenti in essere.
- Rischi tecnici, legati alle specifiche del progetto.
- Rischi finanziari, riguardanti le difficoltà nel convertire il valore dell'immobile in liquidità, a causa della scarsa profondità del mercato o di un suo temporaneo malfunzionamento.

L'attività del *Fund Management* è invece quella riguardante la gestione del singolo fondo e degli immobili ad esso appartenenti, curando anche i rapporti con i conduttori; tale attività risulterà perciò, inevitabilmente, in stretta correlazione con le altre aree.
Il *Credit Management* svolge invece l'attività relativa alla gestione dei crediti che derivano dal fatturato. Esso deve effettuare un'attenta valutazione del portafoglio crediti ed analizzare in dettaglio le posizioni che risultano maggiormente in sofferenza.[27]
Per analizzare in dettaglio le funzioni del *Project Management*, del *Property* e del *Facility Management*, occorre introdurre il concetto di mercato primario e secondario.

2.4.1. Mercato primario e secondario

Il mercato immobiliare può essere a sue volta distinto in due categorie, relative al mercato immobiliare primario e secondario. L'attività principale del mercato primario è quella della costruzione, la quale coinvolge numerosi soggetti, tra cui riveste fondamentale importanza il

[27] *Cfr: Claudio Giannotti, La gestione del fondo immobiliare, 2006; pag 67/74*

ruolo delle aziende edili, che operano generalmente su commessa e che nel corso della loro attività collaborano con il *Project Management*, che ha il ruolo di coordinare le attività, coerentemente con gli obiettivi definiti in fase di progettazione.

Nel mercato secondario si svolgono invece le attività di compravendita e locazione degli immobili; in tale mercato, oltre alla presenza di acquirenti e venditori, sono di primaria importanza le funzioni svolte dal *Property* e *Facility Management.*

Il primo si occupa della gestione delle strategie e delle attività di natura tecnico-amministrative, aventi come obiettivo il conseguimento di un reddito periodico derivante dagli affitti e da una rivalutazione del valore dell'immobile e dell'attività di due diligence, concernente la verifica della situazione amministrativa, tecnica, manutentiva, documentale e di conformità dell'immobile. Tale attività supporta dunque *l'Asset Management*, al fine di implementare le strategie di investimento.

Il suo operato è inoltre supportato, nella fase di gestione tecnico-amministrativa, da un'altra area funzionale, il *Facility Management*, che ha il compito di gestire una pluralità di servizi, attività e processi rivolti agli edifici, agli spazi ed alle persone, necessari a garantire il funzionamento dell'organizzazione.

Presenta funzioni ad esso analoghe il global service, definito come "*una forma particolare di contratto di esternalizzazione basato sui risultati, attraverso cui un committente affida una serie di attività rivolte ad un immobile o a un patrimonio immobiliare ad un unico assuntore*".[28]

In un contratto di global service di manutenzione il committente affida ad un soggetto terzo, per un dato periodo di tempo, la manutenzione di un bene al fine di mantenerlo nello stato di conservazione richiesto, ottenerne la disponibilità e ricevere proposte di migliorie miranti a ridurne i costi o riguardanti le caratteristiche tecniche del bene. Tale soggetto è dunque responsabile delle scelte di progetto, pianificazione, direzione ed attuazione delle attività manutentive, salvo diversa pattuizione con il committente. Egli deve inoltre fornire adeguata documentazione al committente, al fine che quest'ultimo possa correttamente valutarne il suo operato.

[28] *Cit: Norma UNI 11136/2004: Global service per la manutenzione dei patrimoni immobiliari - Linee guida.*

2.5. Investimenti diretti e indiretti

Gli investimenti immobiliari sono una forma di investimento alternativa rispetto a quelli finanziari, basati sulla compravendita di azioni e titoli. L'investimento immobiliare può essere effettuato *direttamente*, mediante l'acquisto del bene immobile, o *indirettamente*, mediante la sottoscrizione di partecipazioni in un fondo comune di investimento.

L'investimento di tipo diretto consente di scegliere il bene immobile e destinarlo all'uso che si preferisce, compatibilmente alle sue caratteristiche ed ai vincoli normativi, descritti nei piani catastali. L'acquisto e la vendita di un immobile comportano notevoli costi, oltre all'impiego di molto tempo, solitamente diversi mesi, necessario per concretizzarne l'operazione. Pertanto un investimento diretto in immobili generalmente deve essere effettuato in un arco temporale adeguato, di solito non breve. La rivalutazione dell'investimento, così come la svalutazione, può essere significativa in tale arco temporale.

Occorre inoltre considerare anche tutte le spese che si devono sostenere nel tempo, come le ristrutturazioni, la messa a norma dell'immobile, le imposte e le tasse che gravano sullo stesso, le eventuali spese condominiali e quelle di manutenzione.

Investire nel mercato immobiliare mediante l'acquisto di quote di fondi comuni d'investimento immobiliari, oppure, soprattutto nel caso degli investitori istituzionali, mediante la costituzione di fondi da essi interamente sottoscritti, può consentire di accedere al settore senza dover sostenere direttamente i costi operativi e gestionali. Il fondo immobiliare viene gestito in modo professionale dalla società di gestione, al fine di cogliere le migliori opportunità che il mercato offre e di conseguire i migliori risultati possibili, rispettando comunque la politica di investimento, predeterminata, del fondo. In tale tipologia di investimenti, l'acquisto e la vendita delle quote di solito avviene in pochi giorni.

La tabella seguente illustra le principali caratteristiche di queste due modalità di investimento:[29]

Tabella 2.1:

2.6. Differenti tipologie di investimento

Storicamente il settore immobiliare è sempre stato connotato da ciclicità, anche se tendenzialmente, nel lungo periodo, finora l'investimento immobiliare si è rivalutato.

Come per tutti gli investimenti, il rendimento passato può essere indicativo ma non presuppone che venga replicato nel futuro, pertanto il rischio di un investimento immobiliare sussiste in maniera particolare nel breve termine, soprattutto in conseguenza di eventuali crisi di mercato di portata internazionale, come quella recentemente avvenuta.

Gli investimenti immobiliari possono essere classificati, diversificandoli in base ai rischi insiti in essi, in *Core*, *Core Plus*, a *Valore Aggiunto* e *Speculativi*. Si può avere un portafoglio di investimenti di buona qualità detenendo investimenti appartenenti alle diverse tipologie, purché questi siano adeguatamente diversificati in termini di destinazione d'uso e area geografica.

[29] *Fonte: Seminario FIMIT Sgr, Investire in Fondi Immobiliari: un percorso da seguire in tempi di crisi, Massimi Caputi, 2009*

Nello specifico:

- Quelli di tipo *Core* presentano un basso, o nullo, livello di indebitamento, bassi livelli di rischio e rendimento atteso, con flussi di cassa futuri di entità quasi certa. I fondi che adottano tale tipologia investono di solito in proprietà di valore stabile, completamente affittate, possibilmente da più affittuari, situate nelle principali città metropolitane.
- Quelli riconducibili alla tipologia *Core Plus* hanno livelli di rischio e rendimento leggermente più alti rispetto ai primi, seppur moderati. I fondi che operano secondo tale schema investono quasi la totalità del capitale in investimenti core, includendo qualche elemento a valore aggiunto per rinforzare il rendimento del portafoglio.
- Gli investimenti a *Valore Aggiunto* presentano invece livelli di rischio e rendimento medio-alti. Gli asset vengono definiti a valore aggiunto quando presentano problemi a livello operativo, gestionale, oppure richiedono una ristrutturazione. La logica alla base di tale tipologia di investimenti è di acquistare la proprietà, migliorarla, infine venderla, in tempistiche adeguate.
- Gli investimenti *Speculativi*, insiti da alti livelli di rischio e rendimento potenziale. In tal caso, le proprietà necessitano di una profonda ristrutturazione, sia a livello tecnico che gestionale. Tali investimenti hanno natura tattica, e possono anche rivolgersi a progetti di sviluppo, mutui ipotecari, mercati immobiliari di nicchia.[30]

2.7. La segmentazione del mercato immobiliare

Come in precedenza affermato, per proprietà immobiliare si intende ogni edificio o terreno, qualunque sia la sua destinazione d'uso. Ogni bene immobile, in quanto tale, ha una proprietà, che può essere pubblica o privata. La valutazione di tale bene sarà dunque influenzata dalle caratteristiche riguardanti la proprietà. Il mercato immobiliare è composto da una moltitudine di categorie di beni; la distinzione può essere effettuata sulla base di diversi criteri, relativi a:

- La destinazione d'uso.
- La posizione della struttura (zona di lusso, centrale o periferica).
- La sua disponibilità, cioè riguardo al fatto se sia o meno occupato.
- Le caratteristiche dell'immobile; questo può essere infatti costituito da una nuova costruzione, oppure da una preesistente, che a sua volta può essere stata ristrutturata oppure no.

[30] *Cfr: G. Casertano, Finanza real estate. Il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, 2011*

- L'identità del venditore e dell'acquirente, che può essere un privato, un'impresa o un ente pubblico.
- La presenza o meno di un intermediario nell'operazione.

Riguardo la distinzione basata sulla destinazione d'uso, si evidenzia, al suo interno, una forte segmentazione del mercato, che merita di essere esaminata nel dettaglio.

2.7.1. I terreni

I terreni rappresentano una categoria di primaria importanza nel settore immobiliare. Essi vengono distinti, grazie ai piani urbanistici, in edificabili e non edificabili; questi ultimi possono essere utilizzati per attività agricole, parchi, aree di riserva naturale o altro.
Anche i terreni edificabili presentano, al loro interno, delle distinzioni, basate sui loro indici di edificabilità, che definiscono l'edificabilità massima del terreno, rapportata alla sua superficie. La posizione e la dimensione del terreno costituiscono dunque elementi essenziali per la determinazione del suo valore e del suo potenziale di sviluppo.

2.7.2. Il mercato residenziale

Tale categoria può essere a sua volta scissa in due sottomercati, quali:
- Il mercato per le prime case, destinate cioè ad uso abitativo del proprietario, dunque confinato in un area geografica limitata.
- Il mercato per le seconde case, che presenta una più ampia espansione geografica rispetto al primo.

Tra i principali fattori che guidano lo sviluppo del mercato residenziale si annoverano: lo sviluppo del Paese di riferimento a livello sociale ed economico; l'innalzamento della qualità di vita della popolazione, con il conseguente incremento delle richieste per abitazioni di buona qualità e con elevati standard funzionali; l'obsolescenza delle vecchie costruzioni, che implica dei cambiamenti riguardo l'offerta dei nuovi stabili.
Le proprietà ad uso residenziale sono inoltre classificate in base alla loro qualità. Tra le variabili che ne determinano il valore troviamo: la posizione, la data di costruzione dell'immobile, la qualità della costruzione, i servizi offerti, gli standard abitativi della zona in cui è situata.

In Italia, il mercato residenziale è caratterizzato sia da rischi, sia da opportunità. Tra i principali fattori di rischio, occorre evidenziare:

- Indici demografici non molto favorevoli, dato il basso tasso di crescita della popolazione.
- Un'alta disponibilità futura di proprietà ad uso residenziale, dato l'alto numero di costruzioni avviate negli ultimi anni.
- La maggiore difficoltà di approvvigionamento dei fondi necessari per l'investimento.

Tra le opportunità connesse a tale settore possiamo invece riscontrare:

- L'incremento della domanda per l'acquisto di proprietà residenziali da parte di investitori esteri per l'acquisto di seconde case, connesso alla semplificazione della diffusione delle informazioni e all'abbassamento dei costi di trasporto.
- Lo sviluppo di un mercato sempre più trasparente e professionale.
- L'introduzione della cedolare secca sugli affitti e della sua successiva riduzione, secondo l'*Articolo 4 del decreto legge n. 102* del 2013, che rende più semplice il calcolo della redditività connessa a tali investimenti.[31]

2.7.3. Il mercato delle costruzioni ad uso industriale

Tale mercato presenta delle caratteristiche molto differenti rispetto a quello residenziale; questo risulta infatti caratterizzato da:

- L'utilizzo diffuso di costruzioni prefabbricate, al fine di semplificarne il processo di offerta e di adattarla il meglio possibile alle evoluzioni connesse alla domanda.
- Una grande continuità di produzione per tali strutture.
- Una connessione minore con le dinamiche economiche del Paese, a meno che queste non siano talmente gravi da determinare la dismissione degli impianti nel territorio, presentandosi come shock di grande intensità.
- Anche in condizioni di relativo stress del mercato presentano comunque una domanda costante, derivante dall'ottica di medio o lungo termine con cui gli investitori del settore prendono le proprie decisioni.
- Una localizzazione di aree altamente industrializzate nei pressi delle principali arterie di comunicazione, come porti, stazioni e aeroporti.

[31] *Cfr: DECRETO LEGGE 31 agosto 2013, n. 102*

Negli anni recenti, nei paesi più industrializzati, si è assistito ad una progressiva riduzione del numero di stabilimenti produttivi, corrispondente ad un aumento di strutture atte a favorire i processi di logistica. Tale processo è dovuto al sempre più consistente fenomeno del trasferimento della produzione in Paesi con minori costi del personale, come Cina, India ed Est Europa.

Le costruzioni industriali si possono suddividere in fabbriche e magazzini. Queste sono generalmente delle strutture semplici, che presentano però delle specifiche caratteristiche tecniche, connesse al loro utilizzo.

Nella seguente tabella si opera una suddivisione delle strutture industriali ottimali in base all'attività svolta al loro interno:

Tabella 2.2:

TIPO DI ATTIVITA'	STRUTTURE
Industria pesante	Più che in base alla costruzione, lo stabile deve essere classificato in base alle specifiche tecniche che possiede, alla sua dimensione e posizione.
Industria leggera	Combinazione di magazzini, aree per l'assemblamento del prodotto ed uffici. Tali strutture sono spesso molto semplificate, con una veloce e flessibile configurazione degli spazi. Sono facilmente convertibili per altri usi.
Logistica	Si tratta di strutture molto grandi (dai 50.000 ai 100.000 m^2), situate nei pressi dei principali nodi di trasporto, di facile accesso per gli autoarticolati.

2.7.4. Il mercato delle costruzioni ad uso commerciale

Tale mercato comprende sia i centri commerciali, che possono essere situati nelle zone centrali delle città oppure in aree periferiche, sia i raggruppamenti di negozi. I centri commerciali possono essere ancorati ad un importante rivenditore, in grado di attrarre molti clienti, oppure no; in tal caso il centro si compone di una combinazione di rivenditori di dimensioni minori. Nel lungo periodo, un centro commerciale riesce crea valore solo se riesce ad ottenere e mantenere una forte posizione competitiva nel mercato locale di riferimento.

Sono, in tal caso, necessari ingenti e continui investimenti da parte della proprietà per evitare l'obsolescenza del centro, la quale potrebbe comportare la perdita di clienti e affittuari. Una situazione particolarmente grave si verifica quando i principali rivenditori decidono di abbandonare il centro; ciò potrebbe causare il successivo abbandono anche da parte degli altri affittuari. Tale fenomeno è noto come "*Death Spiral*".

Generalmente l'affitto pagato dai vari rivenditori si compone di tre elementi:

- Una quota base.
- Un indice di inflazione, multiplo della quota base, al fine di tener conto, nel tempo, di tale fattore.
- Una quota aggiuntiva, da pagare in percentuale dei ricavi. Grazie a questa il proprietario trarrà ulteriori benefici dal buon andamento del centro, essendo dunque incentivato ad investire costantemente per migliorarlo.

La tabella seguente elenca le principali strutture ad uso commerciale, evidenziandone, per ogni tipologia, le principali caratteristiche:

Tabella 2.3:

TIPOLOGIA	POSIZIONE	DESCRIZIONE	DIMENSIONE
Centri commerciali centrali	Nelle vie principali delle grandi città.	Possono essere ancorati a un importante rivenditore, oppure no.	Varia dai 30.000 ai 200.000 m^2.
Centri commerciali periferici	In luoghi facilmente raggiungibili dalle grandi città.	Sono una combinazione di negozi di outlet, oppure di diversi marchi, in grado di attrarre molti consumatori grazie alla vasta quantità di prodotti offerti.	Varia dai 400.000 a 1.000.000 m^2.
Raggruppamenti di negozi	In aree periferiche delle grandi città, oppure al centro di queste.	Si tratta di raggruppamenti naturali, non gestiti da alcuna organizzazione.	Circa 10.000 m^2.

In Italia, seppur in ritardo rispetto agli Stati Uniti, dove questo tipo di attività è nato, ed agli altri paesi europei, il settore ha sperimentato una forte crescita a partire dagli anni 2000. Sono stati infatti recentemente costruiti un gran numero di centri commerciali nei pressi delle principali città italiane come Roma e Milano, nonostante diversi fattori che hanno influenzato negativamente tale sviluppo, tra cui la riduzione dei consumi conseguente la recente crisi economica e la diversa attitudine culturale del nostro Paese, rispetto agli USA, riguardo questo tipo di attività.

2.7.5. Il mercato delle costruzioni ad uso ufficio

La domanda degli uffici è direttamente legata al tasso di creazione di nuove imprese, dunque indirettamente anche al tasso di occupazione e di crescita dell'economia. Pertanto, essa dipende fortemente dalla situazione economica complessiva. Altri fattori che influenzano tale mercato sono:

- L'orientamento del sistema governativo riguardo lo sviluppo.
- La disponibilità di lavoratori qualificati.
- La presenza di aree residenziali in zone limitrofe.
- La disponibilità di servizi nella zona, come parcheggi, strade, trasporti pubblici ed altro.

Lo studio del tasso di uffici liberi è dunque molto importante per analizzare l'andamento di tale segmento; si tratta di un utile indicatore per misurare la performance del mercato in cui si vuole investire.

Ad oggi, a livello Europeo, il mercato è comandato dagli affittuari; infatti, quasi tutte le principali città si trovano in una fase di declino economico, o al massimo di stabilità. Questo trend negativo è dovuto principalmente agli effetti della recente crisi economico-finanziaria che ha colpito l'intero sistema e dall'incremento di offerta non corrisposto da un adeguato aumento della domanda.

Come nel settore residenziale, anche qui è presente una suddivisione basata sulla qualità delle proprietà immobiliari; infatti, generalmente, proprietà di elevato standard qualitativo, ubicate in zone centrali, godono di bassi tassi di uffici liberi.

2.7.6. Il mercato alberghiero

Esistono diverse categorie di proprietà adibite ad alloggio, suddivise in base alla tipologia e alla qualità dei servizi offerti. Il proprietario può, o meno, essere anche il manager della struttura. In quasi tutti i sistemi economici più sviluppati c'è la tendenza di separare la proprietà dal management, al fine di ottenere maggiore efficienza. Sempre crescente è infatti la tendenza ad aderire a grandi catene alberghiere, che possono avere carattere nazionale o internazionale, al fine di:

- Limitare il potere contrattuale di clienti e fornitori.
- Aumentare, grazie al contributo di importanti marchi, la visibilità sul mercato.

La tabella seguente elenca i principali tipi di contratto stipulati tra la proprietà e la società di management:

Tabella 2.4:

TIPO DI CONTRATTO	CONDIZIONI
Franchising	In contropartita di un'adeguata remunerazione (*royalty*) la catena alberghiera permette al proprietario l'uso del proprio marchio e dei suoi servizi commerciali, richiedendo comunque il mantenimento di determinati standard qualitativi per la struttura.
Contratto di management	In tale contratto, la proprietà detiene la totalità del rischio. Infatti, essa paga al management un importo fisso, in aggiunta ad un bonus basato sui risultati conseguiti.
Affitto	Il management paga una rendita fissa alla proprietà per ottenere la gestione della struttura, assumendosene dunque i rischi.

In Europa, generalmente, il contratto di management prevede che la gestione incassi i ricavi connessi all'attività, pagando al proprietario una quota fissa oppure una percentuale di questi; il management, in tal caso, si assume il rischio insito nell'operazione. Negli USA invece tale contratto prevede di solito che il proprietario incassi direttamente i ricavi dell'attività, pagando alla gestione una quota fissa, più un'eventuale percentuale dei ricavi stessi; in tal caso il rischio dell'attività rimane in capo al proprietario.

In Italia l'offerta nel settore alberghiero risulta frammentata in base alla tipologia di struttura, alla posizione ed al tipo di amministrazione. Spesso la proprietà amministra direttamente la

struttura. Il nostro Paese si trova dunque in ritardo, riguardo la presenza delle grandi catene alberghiere sul territorio, rispetto agli altri paesi industrializzati. In tale settore, gli investitori sono spesso poco stimolati a causa di tale segmentazione, che genera poca trasparenza e scarsità di informazione sul mercato, nonostante il grande potenziale che il Paese possiede, generato dall'immenso patrimonio culturale che si trova al suo interno.[32]

2.8. Strategie di diversificazione geografica

La Teoria del Portafoglio, formulata dallo studio di Markowitz, viene ampiamente utilizzata nel settore immobiliare per valutare i benefici di una diversificazione internazionale all'interno del portafoglio. Il suo studio sostiene infatti che investitori che operano in modo razionale dovrebbero selezionare gli asset al fine di costruire un portafoglio che massimizzi il rendimento, dato un determinato livello di rischio.

2.8.1. Gli investimenti cross-border in Europa

Negli ultimi anni, in parallelo alla progressiva ripresa del settore immobiliare dopo la recente crisi economica che ha colpito l'intero sistema, gli investimenti *cross-border* a livello europeo hanno riscontrato una crescita significativa.

Per investimenti *cross-border* si intende l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici e la partecipazione di controparti residenti in Paesi diversi agli investimenti sul nostro territorio.

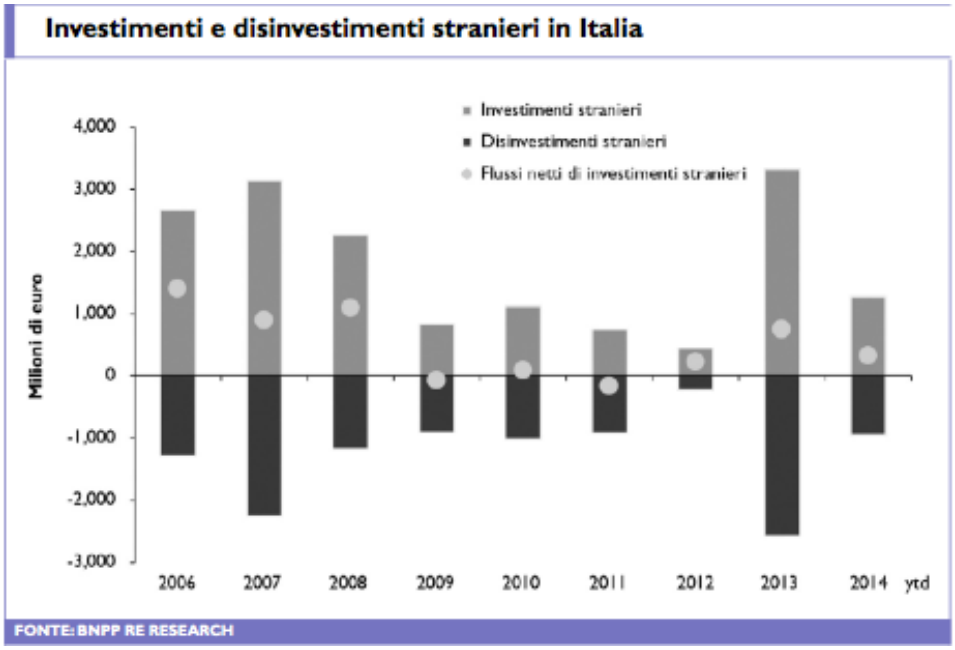
E' opinione comune tra gli investitori internazionali immobiliari che l'obiettivo primario degli investimenti esteri sia di tipo strategico, connesso in particolare al miglioramento del profilo di rischio del portafoglio.

La ripresa del mercato italiano ha comportato l'aumento degli investitori esteri, che nel 2013 hanno investito, complessivamente, circa 3,3 miliardi di euro, su un totale di 4,8 miliardi. Occorre inoltre osservare anche l'ingente quantità di disinvestimenti effettuati da tali operatori, pari a circa 2,6 miliardi di euro. Ciò ha comportato un ricambio degli operatori presenti sul nostro mercato.

[32] *Cfr: G. Casertano, Finanza real estate. Il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, 2011; pag. 17/32*

Il grafico di seguito esposto illustra tale andamento:[33]

Figura 2.1:



La maggiore attività degli operatori esteri, rispetto a quelli italiani, è anche legata al fatto che questi ultimi hanno realizzato principalmente investimenti in Italia negli ultimi anni, dunque per loro una potenziale perdita sul mercato italiano sarebbe scarsamente compensata dalle plusvalenze generate dagli investimenti esteri. Al contrario, alcuni investitori stranieri potrebbero sostenere senza gravi conseguenze una perdita in Italia, che verrebbe compensata dalle plusvalenze conseguite negli altri Paesi, in quanto i loro asset sono meglio distribuiti tra i vari paesi Europei.

2.8.2. La diversificazione a livello internazionale

In riferimento al mercato internazionale, si nota che, solitamente, le performance degli asset, costituiti da immobili, sono legate alla situazione economica locale.

Mentre i rendimenti degli immobili aventi la stessa destinazione d'uso all'interno di un Paese tendono a muoversi nella stessa direzione, in quanto influenzati da fattori simili, in un mercato internazionale, i fattori comuni tendono ad assumere una minore rilevanza, mentre si amplificano gli elementi di diversità tra i singoli asset. Ciò comporta un maggior grado di diversificazione dei fattori critici di rendimento all'interno del portafoglio di investimenti.

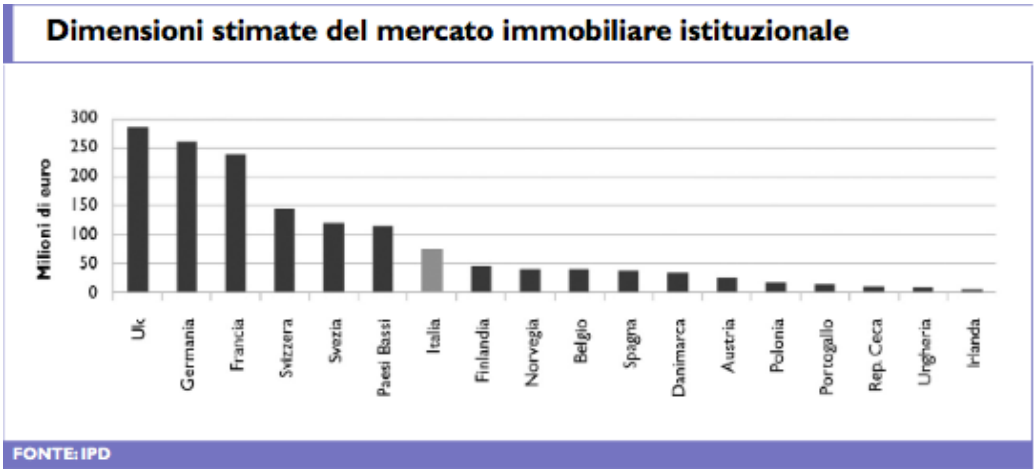
[33] *Fonte: BNPP RE Research, Gruppo BNP Paribas, 2014*

Da un'analisi di mercato riferita all'ultimo decennio, emerge che il costo derivante dal mancato investimento all'estero sia in aumento, a causa della crescente globalizzazione del mercato. Ad oggi, possiamo evidenziare almeno tre argomenti importanti che provano che la diversificazione geografica può offrire maggiori potenzialità di crescita per l'investitore, riguardanti, rispettivamente:

- La possibilità di investire in mercati più grandi e dotati di maggiore liquidità.
- Le opportunità associata a rendimenti potenzialmente più alti.
- La riduzione complessiva del rischio di portafoglio, derivante da una minore correlazione tra i vari investimenti.

Sebbene quello italiano sia un mercato immobiliare grande e profondo, esso rappresenta soltanto una parte marginale dei quello europeo e globale. La quota italiana del valore del mercato immobiliare europeo investibile, cioè considerato di qualità accettabile da parte degli investitori istituzionali, è infatti attualmente stimata attorno al 13%, come mostra il grafico seguente:[34]

Figura 2.2:



Come evidenziato dal grafico, in ambito europeo, gran parte del mercato immobiliare si trova fuori dai confini nazionali. Pertanto gli investitori italiani hanno a disposizione opportunità molto più grandi, a livello internazionale, rispetto a quelle offerte dal solo mercato domestico. Per le imprese italiane, investire all'estero non è, tuttavia, esente da rischi. Innanzitutto, bisogna tenere in considerazione il rischio Paese, che può aumentare significativamente il rischio complessivo del portafoglio. Inoltre, devono essere adeguatamente considerati e

[34] *Fonte: IPD, gruppo MSCI*

conosciuti tutti gli aspetti fiscali e legislativi dei vari Paesi in cui si decide di investire. In tale ottica, la conoscenza del mercato locale ha un ruolo molto importante nel determinare adeguatamente i rischi e le opportunità connesse all'investimento che si intende effettuare.
Un'altra variabile da tenere opportunamente in considerazione è quella degli effetti connessi a variazioni del tasso di cambio (rischio di cambio), in caso di investimenti al di fuori della zona euro. Se necessario, tale rischio va eliminato, o quantomeno limitato, mediante adeguate procedure di copertura.
Tali fattori, unitamente alla propensione degli investitori istituzionali italiani ad indebitarsi internamente, rendono poco agevole un'esposizione internazionale molto elevata. Tuttavia, al fine di massimizzare i benefici dell'investimento *cross-border*, essi stanno progressivamente aumentando l'allocazione all'estero delle loro risorse.
Il processo d'integrazione normativa a livello europeo e la creazione dell'Eurozona, hanno comunque limitato il rischio di cambio e reso più facile, per l'investitore italiano, aprirsi al mercato europeo. Inoltre, anche i paesi dell'Unione europea non membri dell'Eurozona si ritrovano spesso con una valuta fortemente ancorata all'euro, attenuando perciò, i rischi legati all'oscillazione del cambio.
Un altro fattore a favore dell'investimento all'estero è rappresentato dalla vasta gamma di opportunità al di fuori del mercato interno, con conseguente possibilità di rendimenti superiori a quelli ottenibili nel proprio mercato. Il mercato globale è vasto e offre una grande varietà di investimenti, con differenti livelli di rischio associato, che possono dunque essere distinti in Core, Core Plus a Valore Aggiunto e Speculativi, con caratteristiche descritte in precedenza.
I diversi tassi di crescita demografica e di sviluppo economico dei vari Paesi costituiscono uno dei motivi principali di questa molteplicità di opportunità.
Occorre inoltre sottolineare che il timing dell'investimento è molto importante, specialmente nel mercato immobiliare, caratterizzato da un grado di liquidità notevolmente inferiore a quelli obbligazionari e azionari.
E' opinione diffusa tra gli investitori che la principale giustificazione per gli investimenti all'estero derivi dalla possibilità di ridurre il rischio di portafoglio. Tecnicamente, il beneficio derivante dall'esposizione, su scala internazionale, a diversi mercati dipende dai rendimenti attesi degli stessi, dalla loro volatilità e dalle correlazioni tra i rendimenti dei mercati che compongono il portafoglio. Queste ultime sono abbastanza stabili nel lungo periodo e sono di norma più alte tra mercati appartenenti alla stessa area geografica.

Nello specifico, come mostrato nella tabella seguente, per quanto riguarda il settore degli immobili ad uso ufficio, le correlazioni tra i rendimenti di Milano o Roma e gli altri mercati europei variano notevolmente. Si evince dall'analisi che gli investitori italiani beneficerebbero di una forte riduzione del rischio di portafoglio investendo a Monaco di Baviera, a causa del coefficiente di correlazione negativo, ma anche in altre città, come Londra, Stoccolma, Dublino e Parigi, dove i coefficienti di correlazione sono comunque bassi. Tali coefficienti sono invece più alti nei casi di Amsterdam e Madrid, anche se non eccessivi. [35]

Tabella 2.5:

Correlazioni tra i rendimenti (total return) nelle città italiane ed estere (settore uffici)

	Amsterdam	Dublino	Londra	Madrid	Milano	Monaco	Parigi	Roma	Stoccolma
Milano	0,7	0,4	0,1	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,9	0,2
Roma	0,6	0,2	0,0	0,5	0,9	-0,5	0,3	1,0	0,0

FONTE: IPD

Detto ciò, si può affermare che l'investimento all'estero permetterebbe ad un investitore italiano di aumentare il profilo rischio-rendimento del portafoglio immobiliare, nel caso esso attualmente investa esclusivamente nel territorio italiano.

2.8.3. Applicazioni della Teoria Moderna di Portafoglio al mercato immobiliare

La Teoria Moderna di Portafoglio è uno strumento molto utilizzato per identificare le allocazioni ottimali, relative ai diversi mercati immobiliari, da detenere in un portafoglio. L'ipotesi alla base del modello consiste nel fatto che il rischio di portafoglio viene ridotto investendo in immobili situati in mercati con coefficienti di correlazione tra loro negativi, o quantomeno bassi.

Il modello consente di determinare la percentuale ottimale, rispetto alla quantità di investimenti totale presente nel portafoglio, da assegnare a ogni mercato, allo scopo di ottenere il rendimento più elevato per un determinato livello di rischio, misurato dalla volatilità complessiva del portafoglio.

Minimizzando il rischio per ogni dato livello di rendimento del portafoglio, siamo in grado di determinarne la sua frontiera efficiente. I portafogli situati lungo la frontiera efficiente sono

[35] *Fonte: IPD, gruppo MSCI*

quelli diversificati in modo ottimale, mentre la scelta di dove posizionarsi, all'interno di tale frontiera, dipende dal livello di rischio che l'investitore vuole sostenere. Va inoltre considerato che anche i fattori specifici dei singoli mercati sono molto rilevanti e possono influenzare significativamente la performance del singolo asset.

Possiamo dunque affermare che, limitando gli investimenti a un solo Paese, l'allocazione di portafoglio speso non risulta ottimale. Infatti, investendo in mercati al di fuori dei confini nazionali, è possibile massimizzare il rendimento di un portafoglio per ogni determinato livello di rischio. Pertanto, in un mondo sempre più globalizzato è importante saper cogliere le varie opportunità offerte dai diversi mercati. Tuttavia, questo richiede all'investitore di possedere capacità e competenze a livello internazionale, allo scopo di permettergli di investire in mercati dove le dinamiche sono diverse rispetto a quelle del proprio Paese. [36]

[36] *Fonte: Maurizio Grilli, Simone Roberti, report BNP Paribas Real Estate Research, 2014*

- CAPITOLO 3 -

Il grado di diversificazione degli investitori istituzionali italiani

3.1. Evoluzione delle tipologie di investimento per i principali investitori istituzionali italiani

Possiamo notare, per i grandi investitori istituzionali nazionali, per i quali il Real Estate ha spesso costituito una quota importante dei loro asset, un progressivo aumento del grado di diversificazione di tali investimenti, seppur in ritardo rispetto agli altri Paesi economicamente avanzati. Nello specifico, gli investitori nazionali maggiormente attivi nel settore immobiliare sono costituiti da:

- Le casse di previdenza.
- I fondi pensione.
- I fondi assicurativi.
- Le fondazioni bancarie.

Le casse di previdenza sono gli enti previdenziali di riferimento per i liberi professionisti. La loro attività consiste nel riscuotere e gestire i contributi previdenziali e assistenziali dei propri iscritti, sia dal punto di vista previdenziale, provvedendo a percepire i contributi e a corrispondere le pensioni ai professionisti iscritti, sia dal lato assistenziale, occupandosi del pagamento delle prestazioni aggiuntive, finalizzate cioè a sostenere il reddito dei loro iscritti (assegni familiari, assegni di disoccupazione, assegni comunali per la maternità, etc.) e delle prestazioni di natura assistenziale (copertura sanitaria degli iscritti e dei loro familiari).
I professionisti regolarmente iscritti agli Albi sono obbligati ad iscriversi alla propria Cassa di riferimento e a versare regolarmente i contributi previdenziali richiesti. Chi svolge una professione non rappresentata da una cassa autonoma è invece obbligato ad iscriversi alla Gestione separata dell'Inps.
I fondi pensione, nell'ordinamento giuridico italiano, sono gli strumenti, individuati dal legislatore al fine di garantire ai lavoratori una pensione complementare, da affiancare a quella che verrà erogata dagli enti previdenziali obbligatori. Tramite un fondo pensione il

lavoratore accantona dunque una quota dei propri guadagni allo scopo di garantire prestazioni pensionistiche aggiuntive a quelle erogate dagli enti previdenziali obbligatori.

Essi sono regolati da norme di diritto privato che regolano i rapporti giuridici, di natura volontaria, tra i fondi stessi e gli aderenti. Finanziariamente sono gestiti secondo il principio della capitalizzazione integrale dei versamenti, con il rischio economico a carico degli aderenti. L'ammontare delle prestazioni previdenziali dipenderà pertanto dai contributi versati, dal periodo di permanenza nel fondo e dal rendimento ottenuto dall'investimento del patrimonio.

Anche le grandi compagnie assicurative solitamente destinano i proventi derivanti dal pagamento delle polizze in grandi fondi, separando in tal modo l'attività di gestione ordinaria da quella di investimento. Tali fondi devono avere bassi livelli di rischio, al fine di evitare il rischio di importanti perdite in conto capitale, con possibili conseguenze sulla capacità di rimborsare gli assicurati. Per tale motivazione i fondi immobiliari, che per la loro composizione presentano generalmente una stabilità maggiore di rendimenti rispetto agli altri, sono spesso prediletti da tali compagnie.

Le fondazioni bancarie sono invece enti no profit che perseguono scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico; sono state introdotte nell'ordinamento italiano agli inizi degli anni novanta e hanno poi ricevuto la loro attuale configurazione con la *legge n. 461* del 1998 e il *decreto legislativo n. 153* del 1999.

Tali enti hanno origine dalle antiche casse di risparmio, nate nell'Europa centrale ed affermatesi in Italia agli inizi del XIX secolo. L'attività delle casse di risparmio, nate su iniziativa prevalentemente privata, era diversa dall'attività bancaria vera e propria; nello specifico queste raccoglievano capitali con una sottoscrizione iniziale e successivi depositi; svolgevano inoltre attività di assistenza e beneficenza, mediante elargizione di beni indirizzati ai ceti più umili.

Nel 1990, la *legge-delega Amato-Carli n. 218* dispose che tali enti bancari diventassero società per azioni sotto il controllo di fondazioni, le quali successivamente avrebbero dovuto collocare le proprie azioni sul mercato.

Tale legge configura le fondazioni bancarie come holding pubbliche che gestiscono il pacchetto di controllo della banca partecipata ma non possono esercitare attività bancaria.

i dividendi sono intesi come reddito strumentale ad un'attività istituzionale, indicata nello Statuto, che deve perseguire fini di interesse pubblico e di utilità sociale.[37]

La *legge-delega n. 461* del 1998 e il *decreto legislativo n. 153* del 1999 affermarono l'idea secondo cui le fondazioni debbano operare nel mondo no profit, pur potendo conservare una certa vocazione economica, sempre nell'ambito degli scopi non lucrativi. Il decreto individua i settori ammessi nell'ambito dei quali le fondazioni scelgono di operare.

Le fondazioni bancarie possono dunque erogare denaro ad organizzazioni non profit operanti nei sei settori individuati, oppure possono svolgere direttamente attività d'impresa in tali settori, subordinata al raggiungimento dello scopo di utilità sociale.[38]

Gli investimenti operati a livello immobiliare dai principali enti di previdenza, nella fase successiva alla loro costituzione, avvenuta generalmente intorno agli anni settanta, presentavano principalmente finalità di welfare interno, acquistando cioè immobili ad uso residenziale, o addirittura interi quartieri abitativi, del cui uso beneficiavano gli appartenenti alle categorie che finanziavano tali enti.

Tali proprietà, gestite internamente dagli enti stessi, comportavano notevoli costi, sia per la loro gestione, sia per il loro mantenimento, che non sempre venivano coperti interamente dagli affitti percepiti, che spesso presentavano canoni agevolati.

Successivamente tali enti iniziarono a rendersi conto che questo tipo di investimenti non produceva rendimenti, sia a causa delle ingenti spese sostenute per la gestione che per le caratteristiche del settore residenziale, tendenzialmente stabile e poco redditizio. Iniziò pertanto un cambiamento dei tipi di investimenti effettuati, iniziando ad acquisire, sempre a livello diretto, costruzioni che potevano essere destinate ad uso uffici o commerciale. Si assistette dunque ad una prima fase di diversificazione sui portafogli di tali enti, operata a livello settoriale sul territorio italiano.

Dall'inizio del nuovo millennio si assiste invece ad un cambiamento delle tipologie di investimenti da questi effettuati, passando da quelli di tipo diretto a quelli indiretti, acquisendo cioè, invece di immobili fisici, quote di fondi di investimento che operavano nel settore immobiliare, al fine di eliminare i costi di gestione e di mantenimento degli stabili, spesso molto influenti, e di poter creare un portafoglio ben diversificato a livello settoriale senza dover fisicamente detenere gli asset, rivolgendosi ad investitori professionali operanti nel settore. Iniziò così una nuova metodologia di investimento, maggiormente professionale,

[37] *Cfr: Legge delega Amato-Carli n. 218, 30 luglio 1990*
[38] *Cfr: Legge delega n. 461, 23 dicembre 1998; Decreto legislativo n. 153, 17 maggio 1999*

favorita sicuramente dalla finanziarizzazione del settore immobiliare, avvenuta negli anni precedenti.

Negli anni più recenti, visto l'ingente patrimonio che spesso essi hanno a disposizione, oltre all'investimento in quote di fondi esterni, in cui la loro partecipazione era affiancata da una moltitudine di investitori, essi iniziano a costituire internamente dei fondi, di cui risultano spesso gli unici sottoscrittori. Tale metodologia è stata adottata dalle principali casse relative alle diverse categorie professionali.

La loro gestione veniva poi affidata a una Società di Gestione del Risparmio (SGR) esterna rispetto al fondo, la quale, operando professionalmente in qualità di specialista del settore, riusciva a formare un portafoglio di investimenti ben diversificato a livello settoriale, seppur spesso costituito, nella maggior parte dei casi, da immobili situati in Italia. Anche la gestione degli immobili acquisiti dal fondo, poiché svolta da un operatore professionale, consentiva di ridurne notevolmente i costi operativi e manutentivi ad essi connessi.

Oltre che ad ingenti immissioni di liquidità, in tali fondi spesso gli enti confluivano anche gli immobili che avevano acquistato precedentemente, la cui gestione era spesso problematica. Compito del gestore era quello di vendere tali asset sul mercato e progressivamente acquistarne altri con maggiori potenzialità e che meglio si conformavano, a livello diversificativo, con il portafoglio del fondo. Una procedura del genere, ovviamente, può richiedere anche molti anni, a causa della scarsa liquidità connessa al settore immobiliare.

Si assiste dunque, in tale periodo, ad una prima fase di diversificazione, operata sia a livello settoriale che attraverso il cambiamento della tipologia di investimento immobiliare, passando cioè dalla diretta acquisizione degli immobili ad investimenti indiretti, in corrispondenza di una progressiva smobilizzazione degli investimenti precedentemente effettuati, prevalentemente di tipo diretto e sul settore residenziale. Tale operazione è stata ormai completata da quasi tutti i principali investitori istituzionali italiani e principalmente dalle casse di previdenza, che spesso hanno patrimoni consistenti investiti nel settore immobiliare.

3.1.1. Il caso di Enasarco

L'Enasarco (Ente Nazionale di Assistenza per gli Agenti e i Rappresentanti di Commercio) è la Cassa di previdenza nazionale per gli agenti e i rappresentanti di commercio. L'Ente, nel 2008, ha incorporato gran parte del suo patrimonio immobiliare, costituito fondamentalmente da immobili ad uso residenziale, nei fondi *Enasarco Uno* e *Enasarco Due*, gestiti rispettivamente dalle società Prelios SGR e BNP Paribas REIM SGR, ad esito dell'aggiudicazione di queste della Gara 3, inerente *"l'istituzione e la gestione di uno o più fondi immobiliari dedicati al patrimonio immobiliare invenduto"*, indetta nell'ambito del Progetto Mercurio.

La quota più consistente del patrimonio è stata acquisita dall'Ente tra il 1973 ed il 1997; in tale periodo il principale scopo di tali investimenti era quello legato alla funzione sociale da essi svolta, ulteriore rispetto ai propri compiti istituzionali, consistente nel fornire ai propri iscritti abitazioni in affitto, spesso a prezzi agevolati. In generale, tutte le casse di previdenza, compresa l'Enasarco, furono vincolate a destinare una quota significativa dei propri investimenti all'acquisto di beni immobili sulla base di piani di investimenti che erano sottoposti all'esame e approvazione dei Ministeri vigilanti, nonché a locare buona parte delle unità immobiliari ad uso residenziale a favore delle fasce sociali disagiate.

La presenza di numerose unità abitative e l'adozione di accordi sindacali per la stipula di contratti di locazione a canone concordato, ha implicato per la fondazione modeste agevolazioni fiscali che non hanno compensato le elevate imposte e i costi di gestione e mantenimento di tali unità immobiliari.

L'analisi dei rendimenti del portafoglio immobiliare, nel 2007, ha determinato la necessità di individuare una strategia che le consentisse il riequilibrio dei conti economici e di favorire la stabilità del bilancio nel lungo termine.

Pertanto, nel 2008, il Consiglio d'Amministrazione ha deliberato l'approvazione di detto piano per la dismissione del patrimonio immobiliare, denominato Progetto Mercurio. La realizzazione del progetto è stato sottoposta all'approvazione dei Ministeri vigilanti, che, accertando la compatibilità delle condizioni di questo con i saldi previsionali di bilancio dell'Ente, ne hanno riconosciuto la sua sostenibilità economica.

L'Enasarco è stata la prima Cassa, tra quelle pubbliche e private, che ha scelto la vendita diretta agli inquilini e che ha indetto gare comunitarie per individuare soggetti qualificati a cui affidare i servizi di supporto al piano delle dismissioni. Il Progetto prevede la vendita dell'intero portafoglio immobiliare di proprietà dell'Ente, il quale, alla data di approvazione

del progetto, era costituito da 272 complessi, di cui 215 residenziali e 57 non residenziali, per un totale complessivo di 481 fabbricati, corrispondenti a circa 45.000 unità immobiliari. L'83% del patrimonio immobiliare era ubicato a Roma, mentre il restante era dislocato tra le altre città italiane, soprattutto nell'area del centro-nord.

Nella stesura del piano di dismissione, è stata posta molta attenzione ai potenziali risvolti dell'operazione, sia a livello sociale che economico; infatti, sono stati adottati criteri e modalità operative all'insegna della trasparenza e si è cercato di coniugare gli obiettivi economico-gestionali con la tutela degli inquilini, processo attuatosi attraverso un percorso di confronto con le organizzazioni sindacali di questi ultimi, al fine di concordare le modalità di vendita e gli interventi di sostegno a favore delle famiglie più deboli.

La principale forma di tutela messa in atto è stata quella relativa alla possibilità, per ciascun conduttore, di accedere all'acquisto dell'unità immobiliare locata esercitando il diritto di prelazione.

Come previsto dal piano di dismissione, tutti gli immobili liberi e quelli invenduti confluiscono nelle Società di Gestione del Risparmio individuate mediante la gara comunitaria. I prezzi di compravendita delle unità immobiliari sono determinati mediante un meccanismo prestabilito dalle normative nazionali in materia di gestione del risparmio. La valutazione dei cespiti immobiliari offerti in prelazione agli inquilini viene effettuata da un esperto, indipendente dall'Ente, per espressa previsione normativa, ed è soggetta a verifica da parte delle autorità di vigilanza competenti, cioè Consob e Banca d'Italia.

Esso provvede alla stima del valore delle unità immobiliari mediante metodi comparativi, prendendo in considerazione i valori di immobili con caratteristiche funzionali simili o assimilabili, verificando i valori immobiliari attraverso una ricerca di mercato nelle zone in cui questi sono locati. A tali valori vengono poi apportate rettifiche in considerazione delle caratteristiche dei fabbricati, come la loro funzionalità, lo stato manutentivo e la posizione.

Tendenzialmente si evidenzia che, fino ad oggi, i compendi immobiliari sono stati venduti ad un prezzo inferiore rispetto a quelli medi di mercato. Infine, sul valore determinato dall'esperto, come per legge, sono applicate ulteriori riduzioni per lo stato occupato del bene.

Questo meccanismo porta all'individuazione di un prezzo per ciascun appartamento conveniente per l'inquilino, come dimostrato dall'elevata percentuale di adesione.

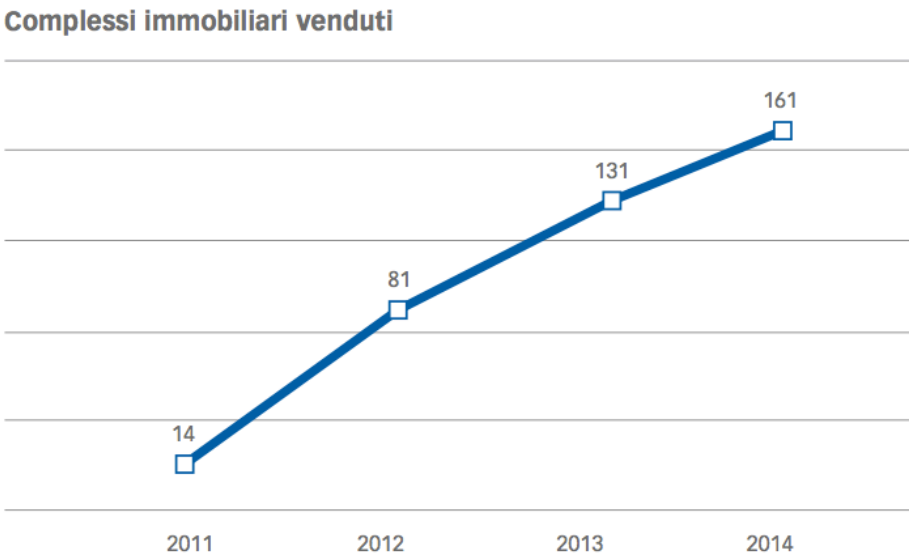
La fondazione, nonostante le oggettive difficoltà determinate dallo scenario economico sfavorevole degli ultimi anni, la crisi del mercato immobiliare e l'inasprimento dei requisiti richiesti per l'ottenimento di un finanziamento da parte degli istituti bancari, è riuscita a

realizzare un elevato numero di compravendite e di adesioni all'acquisto, che si sono attestate su valori mediamente superiori all'85% degli occupanti, anche grazie a tutte le tutele e le agevolazioni messe in atto dall'Ente e dalle organizzazioni sindacali.

Questo progetto e stato caratterizzato, fin dalle sue prime fasi iniziali, da un'alta efficienza e valenza sociale, riuscendo a garantire un equo bilanciamento tra la tutela dei compiti istituzionali della fondazione, inerenti l'erogazione delle prestazioni previdenziali agli agenti di commercio, e quella dell'interesse privato degli inquilini. L'Enasarco è stata infatti la prima Cassa previdenziale a prevedere la possibilità di vendita diretta agli inquilini, estendibile anche a parenti e affini.

Nel grafico seguente è possibile notare l'andamento della vendita dei complessi immobiliari; su un totale di 272 complessi, a dicembre 2014 ne sono stati venduti 161, corrispondenti a 7.079 unità immobiliari:

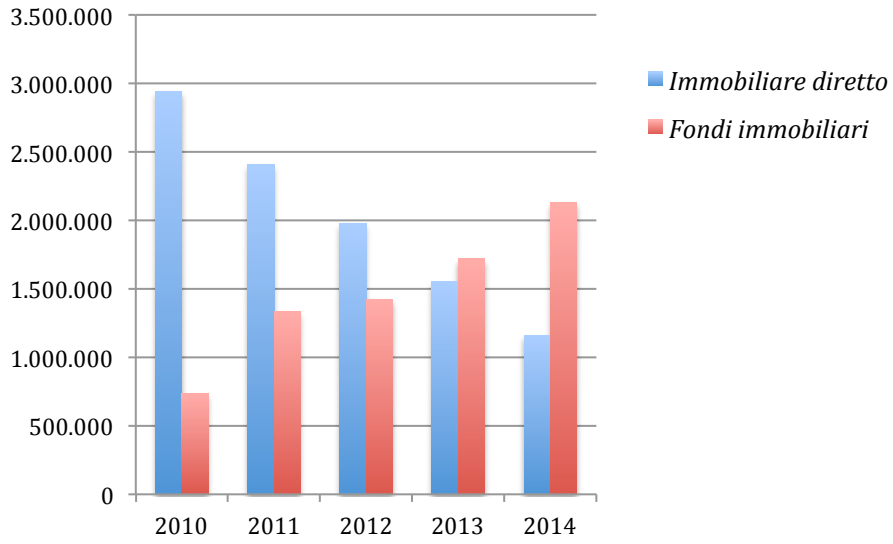
Figura 3.1:



Al 31 dicembre 2014, l'Ente detiene investimenti immobiliari diretti per un valore complessivo di circa 1,162 miliardi di euro. Inoltre, oltre il 99% di tale patrimonio si riferisce ad immobili locati a terzi, estranei dunque all'utilizzo diretto. Possiamo inoltre notare dai dati di bilancio che, negli ultimi anni, l'ammontare degli asset direttamente detenuti risulta in continua diminuzione. Parallelamente, si assiste ad un ricorso sempre maggiore a investimenti indiretti nel settore immobiliare, acquisendo cioè quote di fondi. Tale dematerializzazione ha consentito una forte riduzione dei costi collegati alla gestione diretta degli asset.

Il diagramma seguente mostra l'andamento del valore degli investimenti immobiliari, sia a livello diretto che indiretto, facenti capo all'Ente:[39]

Figura 3.2:



Come si evince dal grafico, a fronte di un'importante smobilizzazione degli asset fisicamente detenuti, che nel 2010 si attestavano ad un valore intorno ai 2.938.801.000 euro, contro un valore, al 2014, di circa 1.162.268.000 euro, si assiste ad un progressivo aumento degli investimenti in fondi immobiliari, fino ad arrivare ad un ammontare, nel 2014, di circa 2.131.399.000 euro.

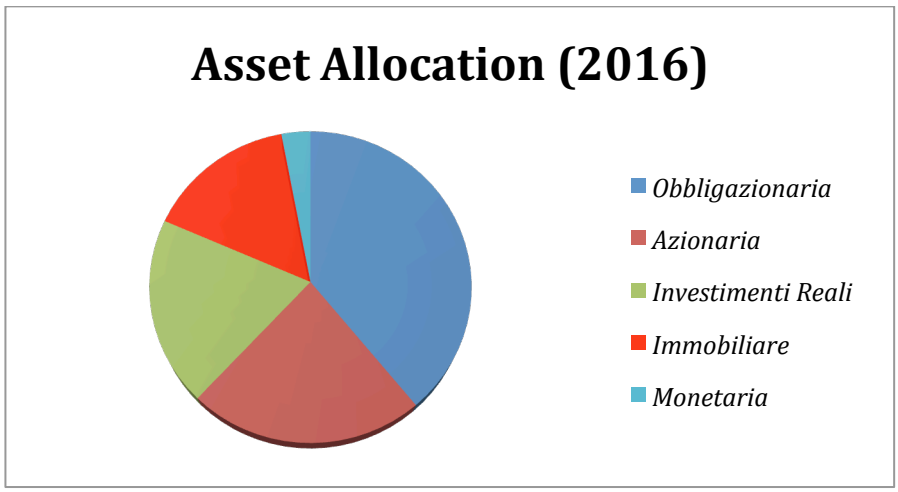
Grazie all'investimento indiretto la gestione del patrimonio dell'Ente viene infatti affidata alle SGR che gestiscono i fondi, le quali, in qualità di operatori professionali, consentono di ridurre i costi gestionali associati agli immobili e massimizzano i rendimenti, investendo in aree e settori di maggiore qualità, diversificando così in modo adeguato, seppur ancora all'interno del territorio nazionale, il portafoglio del fondo.[40]

[39] *Dati di bilancio al 31-12; valori espressi in migliaia di euro.*
[40] *Cfr: Bilancio Consuntivo della fondazione Enasarco, 2011-2014*

3.1.2. Il caso di Inarcassa

Inarcassa è la Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Ingegneri ed Architetti liberi professionisti, fondata nel 1958 come Ente pubblico. I suoi iscritti iscritti sono circa 168.000, mentre i pensionati oltre 28.000. Il suo patrimonio è stimato intorno ai 9 miliardi di euro, di cui oltre il 14% è attualmente investito nel settore immobiliare, come mostra il grafico seguente:

Figura 3.3:



L'Ente ha lo scopo di assicurare la tutela previdenziale di ingegneri e architetti che svolgono la libera professione; l'iscrizione a Inarcassa, per tali soggetti, non è né facoltativa, ma costituisce un obbligo che insorge al verificarsi di condizioni oggettive, date dal possesso di requisiti specifici, che sono:

- l'iscrizione all'albo professionale.
- Il non assoggettamento ad altra forma di previdenza obbligatoria.
- Il possesso di partita IVA.

L'Ente eroga pensioni e garantisce agli iscritti prestazioni assistenziali. Fornisce inoltre altri servizi e convenzioni miranti a sostenere l'esercizio della professione. La contribuzione, strumento necessario per rendere concreta la tutela previdenziale, è basata su versamenti obbligatori, calcolati in percentuale sui redditi prodotti dai professionisti; sono comunque dovuti dei contributi minimi in misura fissa, indipendentemente dal reddito e dal volume di affari. Dal 1995, Inarcassa è un'associazione privata. Essa è dunque un organismo in grado di

operare in autonomia, ma sotto il controllo pubblico, in favore della categoria a cui si riferisce.

Le considerazioni relative alle modalità di gestione del patrimonio immobiliare, alla loro efficacia e all'obbligo di ricerca di redditività imposta dal necessario raggiungimento degli scopi istituzionali, hanno reso inevitabile un progressivo passaggio dall'investimento diretto a quello indiretto, investendo sempre maggiormente il patrimonio in fondi immobiliari, piuttosto che acquisendo gli immobili direttamente, abbattendo così i costi ed i problemi operativi e gestionali ad essi connessi.

Tale consapevolezza ha portato ad una gestione totalmente delegata del patrimonio immobiliare, in particolare con il conferimento di parte di quest'ultimo a favore del *Fondo Inarcassa RE*, un fondo multi comparto, sottoscritto interamente da Inarcassa e gestito da Fabrica Immobiliare SGR, diviso nelle seguenti sezioni:

- Il *Comparto Uno*, con il fine di proseguire il piano di investimenti immobiliari nel mercato domestico iniziato dal 2010. La politica di gestione del comparto è focalizzata sulla ricerca di una combinazione di investimenti immobiliari con un profilo di rischio medio-basso e con un orizzonte temporale di investimento di medio o lungo periodo, in grado dunque di generare flussi di cassa abbastanza costanti. Rispetto alla data di avvio, l'incremento nominale del valore della quota è stato del 11,56%, di cui lo 0,85% è relativo all'esercizio 2014 ed il rendimento lordo, per tale anno, è stato del 3,39%.
- Il *Comparto Due* è invece destinato alla valorizzazione degli immobili detenuti in precedenza direttamente da Inarcassa e conferiti al Fondo, mediante l'adozione di opportune strategie e ricorrendo, dove necessario, ad interventi di radicale trasformazione o di smobilizzo. In merito ai conferimenti al fondo, possiamo individuarne tre fasi:
  - FASE I, effettuata il 31 gennaio 2014. Conferimento costituito da 39 asset, per un valore totale pari a 490,6 milioni di euro.
  - FASE II, perfezionata il1 luglio 2014. Conferimento costituito da 13 asset per un valore complessivo pari a 200,3 milioni di euro.
  - FASE III, eseguita il 20 ottobre 2014. Conferimento costituito da 13 asset per un valore complessivo pari a 75,3 milioni di euro.

Il valore totale del conferimento, avvenuto nell'arco del 2014, si aggira intorno ai 766,1 milioni di euro. La strategia del comparto è orientata alla distribuzione dei proventi

generati, piuttosto che al loro reinvestimento nel fondo. Il rendimento del secondo comparto, relativo all'esercizio 2014, è stato pari allo 0,45%.

Pertanto, possiamo notare che anche Inarcassa, vista la grandezza del suo patrimonio immobiliare e la necessità di associare a questo rendimenti non negativi, ottenibili solo con una sua gestione professionale e qualificata, decide di "scaricare" i suoi asset all'interno di un fondo, il quale, grazie alla presenza di un gestore professionale e qualificato, riesce a riqualificare gli immobili e, se necessario, smobilizzarli con costi contenuti. Parallelamente, i nuovi investimenti avvengono sempre maggiormente per via indiretta, affidando cioè al gestore del fondo il compito di identificare, acquisire e gestire gli immobili che presentano valori di rischio e rendimento consoni con la politica di investimento, predeterminata, dell'Ente stesso.[41]

3.2. Strategie diversificative, a livello geografico, degli investitori istituzionali italiani

Negli ultimi anni si sta assistendo ad un ulteriore fase diversificativa adottata dagli enti, basata cioè non solo da una differenziazione degli investimenti, ormai effettuati per via principalmente indiretta, su base settoriale, ma anche a livello geografico.

Si inizia a delineare la prospettiva di spostare parte degli investimenti in campo immobiliare fuori dal territorio nazionale, dovuta anche dalla limitatezza delle opportunità di investimento residue nel Paese, se paragonata ai patrimoni, spesso ingenti, che tali enti hanno a disposizione.

Tale sviluppo risulta ad oggi essere ancora ad un livello embrionale; infatti, la natura di tali enti, che hanno come finalità primarie quelle di fornire prestazioni previdenziali o del pagamento delle polizze ai relativi sottoscrittori, mal si concilia con la flessibilità necessaria per adeguarsi al moderno mercato dei capitali, sempre più incentrato sulla globalizzazione degli investimenti. Infatti, come precedentemente affermato, l'investimento in aree geografiche spesso comporta, oltre che a importanti opportunità, anche maggiori rischi, che devono essere analizzati e gestiti al meglio. Gli enti non possono perciò permettere che perdite derivanti da investimenti troppo rischiosi possano pregiudicare il regolare svolgimento

[41] *Cfr: Bilancio Consuntivo Inarcassa, 2014*

delle loro finalità primarie. In particolare, i rischi collegati ad investimenti su aree al di fuori dei confini nazionali possono essere ricondotti a:

- Il rischio Paese; ogni nazione può trovarsi in uno stato del ciclo economico diverso da quello italiano, presentando dunque differenti livelli di stabilità e crescita.
- I rischi collegati alle normative nazionali ed alla politica del Paese, che influiscono sui rendimenti e sulle opportunità di investimento nel loro concreto realizzarsi.
- Il rischio di cambio, legato al fatto che, investendo in Paesi con diversa valuta, i rendimenti possono variare in relazione al valore della moneta locale rispetto all'euro.
- La scarsa conoscenza del territorio, che può incidere significativamente sull'effettiva capacità di cogliere al meglio le possibilità di investimento più vantaggiose.

In virtù di ciò, l'internazionalizzazione degli investimenti di tali enti procede spesso a rilento e con cautela. In particolare, qualora si decida di intraprendere tale scelta, gran parte degli investimenti avviene in modo indiretto, affidandosi cioè ad un gestore professionale, con competenze anche all'estero, in grado di quantificare e gestire i rischi, oltre che a saper cogliere le opportunità offerte dai mercati.

Inoltre, tali investimenti vengono svolti principalmente nei Paesi maggiormente industrializzati dell'Unione Europea, i quali, oltre a garantire una buona stabilità a livello macroeconomico e ad avere una legislazione affine a quella italiana, grazie alla sempre maggiore integrazione legislativa a livello comunitario, non presentano in genere problemi di valuta, essendo quasi tutti appartenenti all'area euro.

Inoltre, le principali tipologie di investimento intraprese da tali enti sono riconducibili fondamentalmente a fondi composti da asset di tipo Core o Core Plus, che presentano bassi livelli di rischio, connessi ovviamente a livelli di redditività medio-bassi. Tale logica esclude pertanto investimenti in immobili situati in paesi emergenti ad alto potenziale di sviluppo, i quali, seppur spesso sono dotati di alti potenziali, presentano un rischio molto elevato, che mal si conforma con le esigenze di stabilità patrimoniale di questa categoria di investitori.

L'esigenza della formazione di portafogli sempre più efficienti e diversificati per i fondi pensione è stata riconosciuta anche dalla normativa, che con il *decreto Ministeriale n°166,* entrato in vigore il 28 novembre del 2014, introduce una nuova disciplina degli investimenti per tali enti, sostituendo la precedente normativa, maggiormente limitativa.

Il nuovo decreto si ispira ai principi generali della direttiva EPAP della comunità europea (2003/41/CE), riguardanti nello specifico il principio della "persona prudente", la

realizzazione di investimenti che garantiscano sicurezza, qualità, liquidità e redditività del patrimonio, adeguata diversificazione sia per categoria di attività che per emittenti, senza particolari limiti quantitativi, salvo l'introduzione di alcuni vincoli in ottica prudenziale. Viene così abbandonata la precedente logica basata sulla non ammissibilità di molte tipologie di attività, sia a livello qualitativo che quantitativo.

Il nuovo decreto richiede invece ai fondi pensione di investire nel rispetto del principio della *sana e prudente gestione,* al fine di perseguire l'interesse degli aderenti e dei beneficiari dell'Ente, con il connesso obbligo di dotarsi di un modello organizzativo di gestione e controllo del rischio. Perciò ogni investimento è ammesso se il fondo è in grado di gestirlo e controllarlo adeguatamente, mentre il monitoraggio è assegnato all'autorità di vigilanza.

Vengono, in ogni caso, mantenuti alcuni limiti quantitativi, al fine di limitare il rischio sulle singole esposizioni, tra cui:

- Un massimo del 30% su investimenti in strumenti finanziari non quotati; gli OICR armonizzati sono considerati quotati.
- Un'esposizione valutaria complessiva inferiore al 30%.
- Strumenti finanziari derivati connessi a merci fino al 5%.
- Fondi Investimento Alternativi (FIA), o quote di essi, fino ad un massimo del 20 - 25%.

Inoltre, il decreto impone ai fondi pensione di applicare e mantenere un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse. L'adeguamento al decreto dovrà concludersi entro il 28 maggio 2016; nel frattempo trova ancora applicazione la precedente normativa.

Lo schema di regolamento è stato dunque predisposto sulla base dei principi a cui si ispira il nuovo decreto. L'obiettivo è quello di dare maggior rilievo alle capacità gestionali, di controllo ed ai processi di decisione degli enti previdenziali; a tal fine viene stabilito che gli enti:

- Devono operare secondo il principio della "*sana e prudente gestione"*, perseguendo l'interesse collettivo degli iscritti e dei beneficiari della prestazione pensionistica, coerentemente con il proprio profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute, in modo da assicurare l'equilibrio finanziario, la sicurezza, la redditività e la liquidabilità degli investimenti.
- Devono dotarsi di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e alla complessità del portafoglio e alla politica d'investimento che intendono adottare.

Con riferimento ai limiti agli investimenti, l'approccio utilizzato è di natura qualitativa, volto alla prevenzione e gestione del rischio e all'adeguatezza della struttura organizzativa, fermo restando alcuni limiti quantitativi, posti a presidio di determinate operazioni, per il contenimento del rischio, come nel caso degli investimenti diretti in beni immobili ed altri diritti reali immobiliari che non dovranno superare il limite del 20% del patrimonio dell'ente.[42]

3.2.1. La scelta di diversificazione della Cassa Forense

La previdenza forense è nata con la *legge n. 406* del 13 aprile 1933, la quale istituì l'Ente di Previdenza in favore degli Avvocati e Procuratori.
L'iscrizione era obbligatoria e comportava il versamento di un contributo, commisurato al reddito. A fronte di tali versamenti l'Ente provvedeva ad erogazioni in favore degli iscritti e delle loro famiglie in relazione a necessità temporanee o permanenti conseguenti a invalidità derivante da vecchiaia o altre cause. Il godimento del trattamento di previdenza era subordinato alla cancellazione dagli albi e all'effettiva cessazione dell'attività professionale. Il trattamento di assistenza consisteva invece nella concessione di assegni a favore degli avvocati e procuratori in stato di bisogno.
Con *d.lgs. n. 509* del 30 giugno 1994, la Cassa assume la natura di fondazione con personalità giuridica di diritto privato. La vigilanza sull'Ente è esercitata dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, dal Ministero del Tesoro e dal Ministero della Giustizia, mentre la Corte dei Conti esercita il controllo generale sulla gestione.
Lo scopo principale della Cassa è dunque quello di assicurare agli avvocati che hanno esercitato la professione con carattere di continuità un trattamento previdenziale. Rientrano fra le sue funzioni anche quelle inerenti l'erogazione di trattamenti assistenziali a favore degli iscritti e dei loro congiunti e la gestione di forme di previdenza integrativa.

Negli ultimi anni l'Ente, parallelamente allo smobilizzo degli immobili da esso direttamente detenuti, ha sottoscritto un nuovo fondo di investimento immobiliare, il *Fondo Cicerone*, che prevede una politica d'investimento improntata anche su una diversificazione a livello geografico, seppur circoscritta nel territorio europeo. Nello specifico, si tratta di un fondo

[42] *Cfr: Decreto Ministeriale n. 166, 2 settembre 2014*

comune di investimento, di natura immobiliare, di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati, di cui l'Ente risulta attualmente l'unico sottoscrittore.

Esso è stato istituito dalla società di gestione del risparmio Fabrica SGR, in partnership con CBRE Global Investors, a seguito dell'aggiudicazione, nel settembre 2013, della gara indetta dall'Ente per l'assegnazione di un fondo destinato in parte ad essere alimentato con la liquidità e in parte alla gestione del patrimonio immobiliare conferito dalla Cassa stessa. Nell'ottobre del 2014 Cassa Forense ha apportato una prima tranche di immobili, composta da 16 stabili, per un valore di oltre 270 milioni di euro.

La partnership si è aggiudicata la gara indetta dalla Cassa per la selezione di una SGR cui affidare la costituzione e la gestione del fondo, al quale l'Ente potrà sottoscrivere fino ad 1 miliardo di euro.[43]

Il patrimonio del Fondo sarà costituito per circa la metà da liquidità conferita dalla Cassa, che la SGR investirà, in via diretta o indiretta, in immobili siti sia in Italia sia nei principali Paesi dell'Unione Europea, oppure in quote di fondi immobiliari, la cui composizione rispetti le caratteristiche sopracitate, sfruttando perciò i vantaggi legati ad una migliore diversificazione geografica degli investimenti in essere.

La restante metà del patrimonio del Fondo verrà sottoscritta dalla Cassa apportando parte del suo patrimonio immobiliare italiano, che sarà valorizzato dalla società di gestione secondo un orizzonte di medio termine. Queste le parole di Marco Doglio, allora amministratore delegato di Fabrica Sgr:

"Il Fondo, una volta a regime, sarà destinato alla valorizzazione del portafoglio della Cassa Forense secondo un orizzonte di medio, attraverso una strategia volta a combinare economicità e sostenibilità sociale della gestione. La Cassa Forense intende affrontare in modo organico l'investimento immobiliare, uscendo dal patrimonio detenuto in maniera diretta. Il nostro obiettivo è quello di gestire il fondo con un'ottica mobiliare, grazie alla consulenza di Cbre investors, con cui abbiamo una partnership dal 2012".[44]

[43] *Cfr: Cassa Forense, Bilancio d'Esercizio al 31/12/2014*

[44] *Cit: Marco Doglio, ex Amministratore Delegato di Fabrica Sgr; Il sole 24 ore, 2 gen 2014*

Gran parte dei nuovi investimenti sarà realizzata in asset di tipo Core, locati nei principali Paesi dell'UE, al fine di sfruttare al meglio il non perfetto allineamento dei cicli immobiliari dei diversi mercati, potendo così rendere maggiormente stabile il rendimento del fondo.
Il portafoglio apportato direttamente dalla Cassa è composto in minima parte da uffici e spazi commerciali, predominante è invece la componente residenziale. Su tale tipologia di asset si intende procedere con attività di riqualificazione e valorizzazione, al fine di aumentarne la redditività, dato che gli immobili non possono essere venduti prima di cinque anni. L'obiettivo della Cassa è dunque quello di conferire nel fondo un patrimonio datato e spesso mal gestito, che necessita dell'intervento di un operatore qualificato.
Nello specifico, il patrimonio immobiliare dell'Ente, acquisito prevalentemente per via diretta fino a una decina di anni fa, ha un valore, considerandone il solo costo storico, di circa 430 milioni di euro ed è costituito per il 57% da immobili ad uso residenziale, per il 27,5% da uffici e per il restante 7,67% da stabili ad uso commerciale.
Recentemente il fondo ha investito 92 milioni di sterline, pari a circa 121 milioni di euro, per l'acquisizione di un immobile sito nella città di Londra. Fabrizio Caprara, attuale amministratore di Fabrica Sgr, afferma:

"Questa prima operazione internazionale del fondo di Cicerone conferma l'impegno di Fabrica di costruire un portafoglio composto da asset pan-europei, coniugando le esigenze di diversificazione di Cassa Forense e quelle del profilo di rischio-rendimento del fondo".[45]

L'operazione consiste nell'acquisizione dell'immobile, situato nella centralissima zona di Piccadilly, dove è presente il famoso flagship store della catena di librerie Waterstones, stabile precedentemente di proprietà del fondo Meyer Bergman. Questo ha una superficie di 6.151 m^2 ed ha un contatto di affitto con Waterstone di lungo termine, in scadenza nel 2034. L'immobile tornerà di proprietà della Corona Inglese tra 118 anni.

[45] *Cit: Fabrizio Caprara, Amministratore Delegato di Fabrica Sgr; IPE Real Estate, 2 feb 2016*

Michael Ness, a capo della divisione inglese di CBRE Global Investors, afferma:

"Abbiamo avuto la possibilità di acquisire un edificio iconico e di importanza storica nel cuore di Londra. Riconosciamo il valore dell'investimento a lungo termine in questa acquisizione per il nostro cliente . Ciò è dovuto alla posizione eccellente e all'interesse duraturo dell'occupante del palazzo, dimostrato dall'impegno di Waterstones di riconoscere l'immobile come il suo flagship store a lungo termine a Londra".[46]

Figura 3.4: [47]

[46] *Cit: Michael Ness, CBRE Global Investors; IPE Real Estate, 2 feb 2016*
[47] *Waterstones flagship store, 203-206 Piccadilly, London*

3.3. Osservazioni conclusive

Dall'analisi condotta possiamo notare come i principali investitori istituzionali nazionali abbiano ormai modificato la loro tipologia di investimento nel settore immobiliare, passando cioè dalla precedente predilezione di investimenti di tipo diretto e nel settore residenziale, ad investimenti di tipo indiretto, affidando cioè la gestione del loro patrimonio ad un gestore qualificato, in grado di massimizzarne il rendimento attraverso un efficiente gestione e operando un'adeguata diversificazione all'interno del portafoglio di investimenti.

Si assiste dunque ad un processo di "razionalizzazione" dell'investimento, essendosi gli enti resi conto che i loro precedenti investimenti immobiliari, che avevano una valenza più sociale che redditizia, comportavano spesso ingenti costi di gestione e di mantenimento, che intaccavano fortemente la loro redditività.

Parallelamente allo svilupparsi di questa nuova tipologia di investimento, sicuramente favorita dal processo di finanziarizzazione immobiliare, si assiste al progressivo smobilizzo degli asset fisicamente detenuti dagli enti, oppure ad una loro riqualificazione, al fine di aumentarne la redditività, che avviene confluendo questi in uno o più fondi di investimento gestiti da operatori professionali.

Negli ultimi anni si assiste inoltre, come emerge dal caso di Cassa Forense, ad un'iniziale apertura degli enti al mercato internazionale, sicuramente favorita dalla sempre maggiore globalizzazione e dall'integrazione a livello europeo. Questa risulta comunque ridotta rispetto a quella dei grandi investitori istituzionali internazionali, essendo il patrimonio immobiliare dei principali enti nazionali ancora fortemente ancorato al territorio nazionale.

Comunque tale tendenza, sicuramente rallentata dalle esigenze di stabilità e dalla scarsa flessibilità connessa alle finalità primarie di tali enti, risulta in progressivo, seppur lento, aumento, spinta dai driver della crescente competitività ed integrazione tra la maggior parte dei mercati mondiali e del sempre più importante rilievo della cultura del rischio, che ha come obiettivo quello di una sua adeguata identificazione e quantificazione e dunque di indurre gli investitori ad effettuare operazioni che, per un dato livello di redditività, minimizzino il rischio ad esse associato.

Bibliografia

- *Gaetano M. Golinelli, L'approccio sistemico al governo d'impresa, 2008.*
- *J.Berk, P. De Marzo, Finanza Aziendale 1, 2011.*
- *Portfolio Selection, Harry Markowitz, The Journal of Finance, 1952.*
- *Ansoff, I. H., Strategies for diversification, 1957.*
- *Edith Penrose, The Theory of the Growth of the Firm, 1959.*
- R. Marris, *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, 1964.
- *Edwards, Conglomerate Business as a Source of Power. Business Concentration and Price Policy, 1955.*
- *Montgomery, C. A., The measurement of firm diversification: Some new empirical evidence, 1982.*
- *Rumelt, R. P, Corporate Diversification Strategies and Financial Performance, 1977.*
- *Teece et al., Understanding corporate coherence: theory and evidence. Journal of Economic Behavior and Organization, 1994.*
- *Codice Civile Italiano, Art 812, Distinzione dei beni.*
- *Martin Hoesli, Giacomo Morri, Investimento Immobiliare, 2010.*
- *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, 1992.*
- *Decreto Legislativo 16 febbraio 1996, n. 104.*
- Izzo Claudio, *La guida del Sole 24 Ore agli investimenti finanziari: Gli strumenti, i prodotti, i processi, i servizi*, 2011.
- *Codice Civile Italiano, Art. 1754, Mediatore.*
- *Claudio Giannotti, La gestione del fondo immobiliare, 2006.*
- *G. Casertano, Finanza real estate. Il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, 2011.*

- *Legge delega Amato-Carli n. 218, 30 luglio 1990.*
- *Legge delega n. 461, 23 dicembre 1998.*
- *Decreto legislativo n. 153, 17 maggio 1999.*
- *Bilancio Consuntivo della fondazione Enasarco, 2011-2014.*
- *Bilancio Consuntivo Inarcassa, 2014.*
- *Cassa Forense, Bilancio d'Esercizio al 31/12/2014.*
- *Decreto Ministeriale n. 166, 2 settembre 2014.*

Sitografia

- *http://analisifondamentale.investireoggi.it*
- *http://www.gazzettaufficiale.it*
- *http://www.agenziaentrate.gov.it*
- *http://www.istat.it*
- *http://www.terotec.it*
- *http://www.ilsole24ore.com*
- *http://www.assogestioni.it*
- *https://www.msci.com/real-estate*
- *https://www.realestate.bnpparibas.com*
- *www.investimenti-finanziari.it*
- *http://www.seminariofimit.it*
- *http://www.intrage.it/pensioni*
- *http://www.realestate.ipe.com*
- *http://www.enasarco.it*
- *https://www.inarcassa.it/site/home.html*
- *http://www.cassaforense.it*
- *https://www.waterstones.com/bookshops/piccadilly*