



Corso di laurea in Economia e Finanza - Banche e Intermediari  
Finanziari

Cattedra: Real Estate Finance

# Strategie di Hedging nel Real Estate. Il ruolo dei derivati nella gestione del rischio finanziario

Prof. Gaetano Casertano

---

RELATORE

Prof. Sara Biagini

---

CORRELATORE

Francesco D'Ambrosio Matr. 780351

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2025/2026

## Indice

IL RISCHIO FINANZIARIO NEL SETTORE IMMOBILIARE.....	3
<b>1.1. LE SPECIFICITÀ FINANZIARIE DEGLI INVESTIMENTI IMMOBILIARI</b> .....	3
<b>1.2.IL RUOLO DELLA LEVA FINANZIARIA NEI FONDI IMMOBILIARI E NELLE SGR</b> .....	6
<b>1.3. RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE E IMPLICAZIONI SUI FLUSSI DI CASSA</b> .....	8
<b>1.4. RISCHIO INFLAZIONISTICO E INDICIZZAZIONE NEI CONTRATTI DI LOCAZIONE</b> .....	10
<b>1.5. CICLI ECONOMICI E IMPATTO SULLA POLITICA MONETARIA SUL REAL ESTATE</b> .....	12
<b>1.6. FOCUS SUL CONTESTO ITALIANO ED EUROPEO</b> .....	15
GLI STRUMENTI DERIVATI PER LA GESTIONE DEL RISCHIO .....	18
<b>2.1. DERIVATI OTC E REGOLAMENTATI: CLASSIFICAZIONE E CARATTERISTICHE</b> .....	18
<b>2.2.1. CASI APPLICATIVI</b> .....	20
<b>2.3. INFLATION SWAP: STRUTTURA E IMPIEGHI NEL SETTORE IMMOBILIARE</b> .....	21
<b>2.4. ALTRI STRUMENTI: CAP, FLOOR, FRA E OPZIONI SU TASSO</b> .....	22
<b>2.5. STRUMENTI DI COPERTURA VS STRUMENTI SPECULATIVI: FINALITÀ E LIMITI</b> .....	24
<b>2.6. QUADRO NORMATIVO: EMIR; MiFID II E COMPLIANCE PER LE SGR</b> .....	26
EVIDENZE EMPIRICHE E BEST PRACTICE DI COPERTURA.....	30
<b>3.1 Analisi di bilancio di fondi e SGR operanti in Italia</b> .....	30
<b>3.2. STRATEGIE DI COPERTURA DOCUMENTATE: IRS nei fondi InvestiRE, DeA Capital, Kryalos</b> .....	32
<b>3.3. UTILIZZO DEI DERIVATI NEI REIT E FONDI ESTERI</b> .....	35
<b>3.4. ANALISI COMPARATA TRA FONDI CON E SENZA STRATEGIE DI HEDGING</b> .....	38
<b>Tabella di confronto tra fondi con e senza strategie di hedging (BLUEVAULT, 2023)</b> .....	39
<b>3.5. CRITICITÀ OPERATIVE E DISCOLOSURE DELLE STRATEGIE NEI DOCUMENTI UFFICIALI</b> .....	40
SIMULAZIONE QUANTITATIVA DI SCENARI DI RISCHIO E COPERTURA.....	46

<b>4.1</b>	<b>Costruzione di un modello base di investimento immobiliare con leva</b>	<b>46</b>
<b>4.2</b>	<b>Simulazione di scenari macroeconomici (rialzo tassi, inflazione, shock finanziari)</b>	<b>48</b>
<b>4.3</b>	<b>Valutazione dell'efficacia delle coperture con IRS e Inflation Swap</b>	<b>52</b>
<b>4.3.1.</b>	<b>Interest Rate Swap (IRS) – copertura del rischio tasso.</b>	<b>52</b>
<b>4.3.2</b>	<b>Inflation Swap – copertura del rischio inflazione.</b>	<b>54</b>
<b>4.4</b>	<b>Analisi del Net Present Value (NPV), del cash flow e della volatilità residua</b>	<b>57</b>
<b>4.5</b>	<b>PROPOSTA DI MODELLO DECISIONALE PER STRATEGIE DI HEDGING OTTIMALI</b>	<b>60</b>
	<b>CONCLUSIONI E IMPLICAZIONI OPERATIVE</b>	<b>66</b>
<b>5.1</b>	<b>SINTESI DEI RISULTATI TEORICI ED EMPIRICI</b>	<b>66</b>
<b>5.2</b>	<b>IMPLICAZIONI PER SGR, INVESTITORI ISTITUZIONALI E SVILUPPATORI</b>	<b>68</b>
<b>5.3</b>	<b>LIMITI DELL'ANALISI E PROSPETTIVE DI RICERCA FUTURA</b>	<b>74</b>
<b>5.4</b>	<b>PROPOSTA DI POLICY PER LA GESTIONE INTEGRATA DEL RISCHIO NEL REAL ESTATE</b>	<b>76</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>81</b>

## **CAPITOLO 1**

### **IL RISCHIO FINANZIARIO NEL SETTORE IMMOBILIARE**

#### **1.1. LE SPECIFICITÀ FINANZIARIE DEGLI INVESTIMENTI IMMOBILIARI**

Gli investimenti immobiliari sono differenti da quelli finanziari a causa di diverse specificità che impattano sul profilo rischio-rendimento. Innanzitutto, il settore immobiliare è caratterizzato da scarsa liquidità: l'acquisto di un immobile ha bisogno di tempo e costi elevati mentre un investimento finanziario di qualsiasi tipo viene effettuato in mercati organizzati che richiedono tempi e costi minori. Questo implica che è molto più difficile disinvestire per un investitore immobiliare sia in termini di tempo che in termini di perdite di valore (A. Busnelli, 2024).

Il rischio di liquidità è, infatti, considerato uno dei principali rischi del mercato immobiliare in quanto la conversione in denaro del bene può richiedere mesi o anni (Plannix, 2024).

Un secondo aspetto rilevante è sicuramente quello che ogni immobile è un asset unico e diverso dagli altri. Il valore dello stesso dipende da diversi fattori come l'ubicazione, la destinazione d'uso, lo stato di conservazione oltre che da fattori locali come lo sviluppo dell'area in cui l'immobile si trova, la domanda specifica in quell'area. Questa differenza tra gli immobili riduce l'efficienza del mercato immobiliare (Malizia, 2019). La gestione attiva dell'immobile è necessaria mentre per un titolo finanziario non lo è. Molto spesso l'immobile ha bisogno di manutenzione, amministrazione e di mantenere un rapporto con gli inquilini. I costi di transazione iniziali e periodici come quelli da sostenere per il notaio, le imposte, l'agenzia, la manutenzione, tasse patrimoniali e IMU sono esosi e riducono il rendimento effettivo per l'investitore. (A. Busnelli, 2024). Da uno studio effettuato risulta che considerando costi e tasse su un orizzonte temporale ventennale l'impatto complessivo di questi costi può arrivare a superare il 40% del valore dell'immobile (A. Busnelli, 2024).

Un terzo aspetto rilevante è che l'orizzonte temporale di un investimento immobiliare è di medio-lungo termine. Il fatto che sia un investimento non liquido e che i costi fissi

impattano in maniera rilevante fanno adottare all'investitore una prospettiva di lungo termine: i guadagni si ottengono dai flussi di cassa generati che si esplicitano attraverso i canoni di locazione e la rivendita finale dell'immobile con la relativa plusvalenza. Il rendimento totale dell'investimento è composto da due componenti:

- Il reddito corrente;
- L'apprezzamento in conto capitale dell'immobile nel tempo

Questo impatta significativamente le scelte e l'ottica di un investitore (Malizia, 2019).

Facendo un esempio, un immobile locato genera un rendimento immediato mentre la crescita di lungo periodo dipende dal mercato e dall'inflazione. In Italia, storicamente, i valori degli immobili sono cresciuti di poco nel corso del tempo: negli ultimi anni gli immobili non hanno tenuto il passo dell'inflazione generando rendimenti reali spesso negativi. Nel decennio 2013-2023 i prezzi nominali delle case sono rimasti praticamente fermi (+0,18%) che si traduce in un calo dell'investimento in termini reali di oltre il 15%. Questo implica che l'investimento immobiliare, contrariamente a quella che è la concezione comune di "bene rifugio", può perdere potere d'acquisto nel lungo periodo senza adeguati flussi di cassa (QuiFinanza, 2023).

Un altro aspetto da tenere in considerazione è l'alto grado di concentrazione del rischio. Infatti, acquistare un immobile comporta un rischio di concentrazione: molte famiglie hanno 1,2 proprietà immobiliare e risultano fortemente esposte all'andamento di quei pochi asset (rischio idiosincratico) (A. Busnelli, 2024). Prendendo in considerazione il caso italiano, questo fenomeno è particolarmente accentuato: infatti le famiglie italiane destinano il 50-60% del loro patrimonio totale all'immobiliare che è una percentuale molto maggiore di quanto fatto da investitori istituzionali (20-30%) (Malizia, 2019). Questo implica che se l'immobiliare perde di valore, la maggior parte del patrimonio dell'investitore perde valore, non avendo dato il giusto peso alla diversificazione all'interno degli investimenti effettuati.

Il rischio di concentrazione geografica e di asset è cruciale: mettere tutti i propri investimenti all'interno del settore immobiliare significa esporsi ai rischi specifici di quell'asset sotto quattro punti di vista: un solo venditore, una sola città, un unico tipo di immobile, un unico inquilino nel caso di un immobile a reddito. L'andamento negativo di anche solo uno di questi fattori può impattare sul rendimento di gran parte del patrimonio investito (La mia finanza, 2024).

Uno dei rischi specifici del settore immobiliare è il rischio locativo o di credito del conduttore. Il rischio di insolvenza di un inquilino è da tenere in considerazione se ho un immobile da affittare così come il rischio di vacancy ossia che l'immobile resti sfitto per un periodo di tempo indeterminato. Le procedure di sfratto in Italia, per insolvenza, possono essere lunghe e costose e il tutto rende complesso per il proprietario liberare velocemente l'immobile (La mia finanza, 2024).

Se i tassi di insolvenza aumentano questo implica mancati introiti e ulteriori costi legali per il proprietario. Anche nei contratti commerciali c'è un rischio simile se il conduttore fallisce o recede prima della scadenza. Per mitigare questo rischio gli investitori professionali tendono a diversificare l'investimento per numero di conduttori valutandone la solvibilità (Borsa Italiana, 2009).

Altri fattori di rischio esogeno ed endogeno che la letteratura ha individuato sono:

- Esogeni legati al contesto come la posizione dell'immobile, prestigio della città, condizioni macroeconomiche locali;
- Endogeni legati alle caratteristiche del bene come tipologia, dimensioni, stato, qualità costruttiva;
- Locativi legati a inquilini e a gestione (Malizia, 2019).

Considerando un immobile locato in una città in declino abitativo ed economico si ridurrà la domanda e conseguentemente il valore o la ricerca di conduttori (A. Busnelli, 2024).

Questo aspetto, in Italia, è molto rilevante dal momento in cui la popolazione è in calo in molte aree: lo spopolamento e l'invecchiamento riducono la domanda di case in vendita e in affitto mettendo in capo agli investitori dei rischi di lungo periodo (Plannix, 2024).

Diversificare tra più immobili, in città e settori differenti, è una strategia inevitabile per ridurre l'aleatorietà: questa strategia risulta difficile per molti investitori dato il capitale richiesto. Una soluzione potrebbe essere quella di investire attraverso veicoli collettivi che raccolgono i risparmi degli investitori e li allocano su portafogli diversificati, riducendo il rischio idiosincratico (Consob, \*\*).

Un investitore consapevole deve quindi verificare le caratteristiche dell'investimento e confrontare il rendimento adeguato al rischio. Ad esempio, la minore liquidità e maggiore rischio specifico dovrebbero essere compensati da un premio di rendimento. Studi in materia di asset allocation dimostrano che l'immobiliare può contribuire alla diversificazione del portafoglio (Hoesli & Lizieri, 2007).

## **1.2.IL RUOLO DELLA LEVA FINANZIARIA NEI FONDI IMMOBILIARI E NELLE SGR**

Il ricorso al debito e il conseguente utilizzo della leva finanziaria è una pratica comune nel settore immobiliare sia per gli investitori privati che istituzionali. Essa consente di amplificare l'esposizione: utilizzando capitale di debito si può acquisire un immobile di valore superiore al capitale proprio disponibile aumentando il potenziale rendimento sul capitale proprio (return on equity). Un fondo che dispone di 100 milioni di equity e applichi, per esempio, una leva di 2:1 potrà investire 200 milioni in immobili. La leva, d'altro canto, innalza il rischio: le perdite vengono allo stesso modo amplificate quanto i ricavi e vi è anche l'onere del servizio del debito come interessi da pagare o quote di capitale da rimborsare. Secondo Urbanitae (2024) "il potenziale di redditività aumenta, ma anche il rischio finanziario".

Nei fondi immobiliari italiani la leva finanziaria è disciplinata dalla legge. La normativa domestica prevede che i fondi di investimento immobiliari possano indebitarsi fino ad un livello massimo. In base al regolamento della Banca d'Italia, la leva finanziaria di un fondo immobiliare non deve superare il valore di 2 in termini di rapporto Attivo Totale/Patrimonio Netto (Borsa Italiana, \*\*). In altri termini non ci si può indebitare per oltre il 100% del proprio patrimonio. Entro questo limite complessivo esistono, però, anche dei sottolimiti: per i fondi non quotati è previsto che possano indebitarsi solo per il 10% del NAV per esigenze di liquidità (Borsa Italiana, \*\*).

Queste regole hanno l'obiettivo di contenere il rischio di un indebitamento eccessivo, che potrebbe mettere in pericolo la stabilità del fondo e degli investitori. Precedentemente la disciplina italiana imponeva un limite del 60% al loan-to-value dei fondi speculativi mentre oggi si parla di leva complessiva minore di 2 per tutti i FIA immobiliari ( Banca d'Italia, \*\*).

I dati di Banca d'Italia mostrano che i fondi retail (destinati al pubblico) avevano un rapporto attivo/patrimonio netto attorno ad 1,3 mentre i fondi riservati (per investitori istituzionali) intorno a 1,4-1,5. Alcuni fondi speculativi arrivavano anche ad un range di 1,9-2,5 prima della crisi finanziaria ma questo li ha esposti a forti perdite quando il mercato è sceso (Giannotti & Mattarocci, 2009). L'uso aggressivo della leva finanziaria può

rendere un portafoglio molto più vulnerabile alla volatilità dei prezzi: se il valore degli immobili scende del 10%, un fondo senza leva perde il 10% del capitale proprio mentre uno con una leva 2:1 perde circa il 20% del NAV amplificando l'impatto negativo per gli investitori. Giannotti & Mattarocci (2009) hanno evidenziato come "la politica di leverage debba essere considerata attentamente nella valutazione della variabilità di flussi attesi e della sostenibilità del fondo". Questo implica che i gestori devono bilanciare l'uso del debito per incrementare i rendimenti con la necessità di contenere il rischio di flessione negativa del mercato.

La leva finanziaria può influire anche sulla liquidità e sulla gestione dei fondi immobiliari. In Italia i fondi sono chiusi (quote rimborsate solo a scadenza o in momenti predefiniti) per evitare problemi di liquidità in caso di fasi recessive (Banca d'Italia, \*\*). Un fondo indebitato potrebbe dover sospendere i rimborsi o ricorrere a vendite forzate nel caso di difficoltà. La Banca d'Italia richiede il rispetto di limiti di concentrazione per evitare che il fondo sia troppo esposto ad un singolo immobile o a pochi conduttori (Banca d'Italia, \*\*).

La leva finanziaria introduce il rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento: i debiti spesso sono a tasso variabile e se i tassi aumentano, il costo del debito per il fondo aumenta (Urbanitae, 2024).

Se i tassi aumentassero, questo potrebbe rendere non sostenibile il servizio del debito. Durante la crisi finanziaria del 2008-2009, in molti mercati i veicoli immobiliari con alta leva furono costretti a vendere immobili a sconto per rientrare nei parametri. In Italia, grazie ad un uso più premuroso della leva, i fondi hanno evitato il default ma hanno avuto comunque riduzioni di NAV significative (Banca d'Italia, \*\*\*).

Da questo emerge come il ruolo della leva finanziaria nei fondi immobiliari deve essere gestito in maniera oculata e strategica dalle SGR. Il gestore deve valutare:

- Trade off tra rendimento atteso e rischio;
- La congiuntura dei mercati dei capitali;
- La stabilità e la prevedibilità dei flussi di cassa degli immobili in portafoglio;
- Il ciclo immobiliare.

Le SGR migliori sono quelle che adottano politiche di leva differenziate a seconda del profilo del fondo. La trasparenza verso gli investitori è fondamentale: il regolamento del fondo deve dichiarare il massimo livello di indebitamento ammesso (Borsa Italiana, \*\*\*).

Non solo i fondi ma anche le società immobiliari quotate usano la leva per finanziare il loro portafoglio utilizzando il medesimo principio: aumentare i rendimenti sul capitale. In generale, l'intero settore Real Estate tende ad essere levered rispetto ad altri. Le autorità monitorano questo aspetto in ottica prudenziale: l'ESRB ( European Systemic Risk Board) ha evidenziato come un'elevata leva delle famiglie e imprese immobiliari costituisca una vulnerabilità di medio termine per la stabilità finanziaria (ESRB, 2019). L'Italia è caratterizzata da un indebitamento delle famiglie basso per l'acquisto della casa e da fondi con leva moderata. Per questo motivo risulta essere meno vulnerabile rispetto ad altri Paesi come la Svezia o i Paesi Bassi dove l'indebitamento è molto elevato (ESRB, 2019).

### **1.3. RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE E IMPLICAZIONI SUI FLUSSI DI CASSA**

Il rischio di tasso di interesse è uno dei principali rischi finanziari del settore immobiliare. Le variazioni dei tassi di interesse impattano sia sulle valutazioni degli immobili sia sui flussi di cassa netti per chi investe con debito.

1. Per quanto riguarda le valutazioni, gli immobili vengono considerati come asset che generano dei flussi di reddito attraverso i canoni di locazione. Il valore di un immobile viene calcolato attualizzando i flussi di cassa futuri: un aumento dei tassi di interesse fa aumentare il tasso di sconto riducendo il valore attuale dei canoni futuri e abbassando, di conseguenza il valore dell'immobile. L'aumento dei tassi di interesse da parte delle banche centrali, negli anni 2022-2023, ha generato un indebolimento del mercato immobiliare in diversi Paesi. Negli USA, ad esempio, i tassi della banca centrale americana (FED) sono saliti da quasi zero a superare il 5% in meno di un anno e questo ha comportato un calo dei valori del real estate commerciale di oltre il 10% (Deghi et al., 2024). Gli analisti dell'Office of Financial Research (OFR) americano hanno spiegato come il rialzo dei tassi ha avuto due impatti principali sul mercato immobiliare: il primo è che ha ridotto il valore attuale degli immobili con flussi di cassa fissi e il secondo che hanno reso più costoso finanziare nuove acquisizioni immobiliari (Deloitte et al., 2023). Il

primo aspetto riguarda il meccanismo di attualizzazione: un immobile con affitto fisso diviene meno appetibile se i tassi sono più alti e per questo motivo il suo prezzo deve scendere. Deloitte et al. (2023) osservano che nei mercati immobiliari sviluppati si è verificato un aumento dei tassi di capitalizzazione e dei tassi di interesse del mercato e di conseguenza è calato il prezzo degli immobili.

2. Per quanto riguarda i finanziamenti, nel mercato immobiliare la maggior parte di quest'ultimo deriva dal debito per cui un aumento dei tassi di interesse non fa altro che aumentare il costo del debito riducendo i flussi di cassa netti disponibili per l'investitore. Uno studio effettuato sui Real Estate Investment Trust (REIT) ha dimostrato come all'aumento dei tassi di interesse corrisponde un peggioramento dei flussi di cassa e della redditività perché crescono gli oneri finanziari e si riduce la domanda (Santi et Gilba, 2024).

Per questi motivi un aumento dei tassi di interesse ha un effetto duplice impattando sia in maniera che indiretta: direttamente attraverso l'aumento dei costi e del tasso di sconto, indirettamente attraverso il canale macroeconomico con una conseguente riduzione della domanda per gli immobili (Deghi et al., 2024).

Un esempio è quello del mercato immobiliare americano nel ciclo del 2022-2023 in cui i prezzi degli immobili sono calati dell'11% in un anno mentre nei precedenti cicli di rialzo i prezzi erano rimasti stabili durante l'aumento dei tassi e poi calati con la recessione successiva. La differenza principale si è avuta per la velocità e l'ampiezza dei rialzi con un passaggio molto rapido a tassi più alti sia per le fragilità strutturali emerse come ad esempio la diffusione dello smart working (Deghi et al., 2024).

In Italia e in Europa la situazione è simile. Infatti la lunga fase di tassi ai minimi termini aveva visto aumentare il valore immobiliare. Con il cambiamento degli obiettivi delle politiche monetarie c'è stato un repricing: la BCE ha aumentato i tassi di riferimento dallo 0% a oltre il 4% nel 2022-2023 e tutto questo ha innalzato i costi di finanziamento dei mutui e cambiato le aspettative immobiliari. Molti mercati hanno visto diminuire i volumi di investimento e leggeri aggiustamenti al ribasso dei prezzi. Secondo la BCE si è osservato un "aggiustamento limitato" dei prezzi delle case dopo i rialzi dei tassi ma il livello dei prezzi rimane elevato e potrebbe esserci spazio per ulteriori modifiche se i tassi restano alti a lungo (Bianchi, 2025).

In conclusione, di questo paragrafo, possiamo affermare che il rischio di tasso di interesse impatta significativamente sul settore immobiliare: periodi in cui i tassi aumentano sono sfavorevoli per gli investimenti mentre fasi di ribasso dei tassi incentivano gli investimenti aumentando l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri.

Un investitore che gestisce il rischio pianifica la struttura finanziaria considerando tutti gli scenari possibili del mercato.

#### **1.4. RISCHIO INFLAZIONISTICO E INDICIZZAZIONE NEI CONTRATTI DI LOCAZIONE**

L'investimento immobiliare è stato spesso considerato come una copertura contro l'inflazione perché l'idea comune è quella che i valori degli immobili e degli affitti crescano con l'aumentare dei prezzi. La capacità degli immobili di essere considerati un bene rifugio in questo senso dipende dalle tipologie dei contratti che si stipulano ed è per questo che si parla di rischio inflazionistico.

Un elemento fondamentale è la clausola di indicizzazione nei contratti di locazione che prevede un adeguamento del canone sulla base dell'indice dei prezzi al consumo.

L'indicizzazione non è sempre completa e automatica. La legge e la prassi contrattuale differenziano due casistiche:

- Nei contratti di locazione residenziale ordinaria 4+4 è consentito per legge un adeguamento annuale fino al 100% della variazione dell'indice ISTAT FOI (Gallo, \*\*\*). In passato si applicava il 75% dell'inflazione ai canoni abitativi ma la normativa attuale permette anche il 100% per i contratti liberi mentre per altri contratti possono esserci limiti differenti (Gallo, \*\*\*). A Giugno 2025, l'indice FOI era al +1,5% e l'adeguamento applicabile ai contratti residenziali è stato del +1,1% ossia il 75% del FOI (AssoLombarda, 2025);
- Nei contratti di locazione commerciale 6+6 la legge 392/1978 prevedeva un tetto del 75% all'aggiornamento ISTAT per i contratti di durata standard per cui l'aumento del canone era consentito fino al 75% dell'inflazione. Ci sono delle

eccezioni: nei contratti commerciali con durata superiore o con canone elevato è permessa la pattuizione del 100% (Gallo, \*\*\*). Molti contratti attuali prevedono un adeguamento pieno all'inflazione se rientrano nei casi ammessi (LBMG, 2023). Anche per i contratti commerciali rimane l'obbligo che l'adeguamento sia pattuito in maniera espressa sul contratto e che venga richiesto dal locatore anno per anno (Gallo, \*\*\*).

Il rischio inflazionistico non incide soltanto sui canoni ma anche sul valore di mercato degli immobili. I periodi di alta inflazione hanno visto salire anche i prezzi nominali degli immobili per cui questi tendono a preservare il loro valore reale nel lungo periodo. Una ricerca condotta da INREV (2024) mostra che “la letteratura suggerisce che l'immobiliare offre una copertura variabile e parziale contro l'inflazione; non è un hedge perfetto”. Gli studi distinguono tra inflazione attesa e inattesa: l'immobiliare spesso riesce a mantenere il passo di quella attesa perché gli operatori la considerano già nei prezzi e negli affitti ma non di quella inattesa (INREV, 2024).

Un esempio concreto è che negli anni '70 molti Paesi hanno avuto periodi di alta inflazione e gli immobili mostravano una buona copertura sotto questo punto di vista. Viceversa, nel 2010 con inflazione bassa gli immobili hanno avuto rendimenti reali positivi grazie al calo dei tassi di interesse più che con l'inflazione. Con l'inflazione post-pandemica alcuni economisti hanno notato come il settore residenziale fornisce una protezione dall'inflazione migliore rispetto al settore commerciale (INREV, 2024).

Dal 2021, l'inflazione italiana è salita del 10% e molti locatori hanno applicato degli incrementi notevoli agli affitti. Questo ha aiutato i proprietari a mantenere rendimenti in termini reali ma non del tutto perché, anche se gli affitti aumentano, non riescono a seguire in maniera pedissequa l'aumento del tasso di inflazione (A. Busnelli, 2023).

L'inflazione può incidere in maniera positiva o negativa, poi, sul valore degli immobili nel lungo termine ma se è accompagnata da alti tassi di interesse l'effetto netto può essere negativo nel breve termine. La BCE ha segnalato che nonostante un modesto calo recente, i prezzi delle abitazioni nell'area EURO restano elevati e potrebbero riaumentare a causa della scarsa offerta: questo implica che la dinamica inflazione-tassi-immobili è complessa (Bianchi, 2025).

Possiamo concludere questo paragrafo sostenendo che il rischio inflazionistico per un investitore immobiliare è che l'inflazione corroda il valore reale dei canoni e del suo investimento. Per gestirlo è possibile:

- Stipulare contratti di locazione indicizzati;
- Diversificare gli immobili e i mercati;
- Tenere orizzonti temporali di lungo periodo;
- Allocare una parte in asset immobiliari direttamente indicizzati all'inflazione.

## **1.5. CICLI ECONOMICI E IMPATTO SULLA POLITICA MONETARIA SUL REAL ESTATE**

Il settore immobiliare è fortemente ciclico e legato a quello che è sia l'andamento dell'economia che quello della politica monetaria intrapresa.

Durante le fasi espansive aumenta l'occupazione, i redditi e i profitti delle famiglie il che si riflette su un aumento della domanda di abitazioni ed immobili commerciali. Più banche sono disposte a concedere credito e i tassi di interesse sono contenuti creando così un circolo virtuoso per il real estate (A.Busnelli, 2023).

Durante le fasi recessive cala la domanda immobiliare per effetto della disoccupazione, le imprese in difficoltà disdicono i canoni di locazione e l'incertezza negli investitori frena gli investimenti immobiliari non strettamente necessari. Tutto questo determina un calo sia del numero di immobili venduti che dei loro prezzi per effetto del fatto che la domanda è inferiore all'offerta, di conseguenza, i proprietari si vedranno costretti ad abbassare i prezzi per poterli vendere.

La politica monetaria è come un freno dei cicli immobiliari. In fase espansiva, se l'economia le banche centrali alzano i tassi di interesse: questo ha un impatto calmante sul real estate (come discusso, mutui più costosi, minore spinta ai prezzi). Al contrario, in

fase recessiva o di bassa inflazione, le banche centrali abbassano i tassi e adottano misure di liquidità (quantitative easing, acquisto di titoli) che stimolano l'immobiliare. Un esempio: i tassi zero e il QE della BCE negli anni 2015-2019 hanno contribuito a un forte rimbalzo dei prezzi delle case in Europa, in particolare in alcuni Paesi come Germania e Francia dove i valori erano fermi, essi sono saliti rapidamente a doppia cifra percentuale in pochi anni. Al contrario, quando la BCE a metà 2022 ha iniziato il ciclo di rialzi più aggressivo della sua storia (+4,25% in un anno), nel 2023 si è iniziato a vedere un'inversione: in diversi paesi UE i prezzi delle case hanno smesso di crescere e in alcuni casi sono scesi, e il settore immobiliare commerciale ha registrato una contrazione delle valutazioni (ad esempio i fondi immobiliari tedeschi hanno svalutato patrimoni, molti investitori hanno recesso quote, ecc.). La BCE stessa, nel Bollettino Economico, monitora la situazione e avverte che l'aggiustamento potrebbe non essere finito, sebbene finora la correzione sia stata "limitata" rispetto ad altre crisi (Bianchi, 2025).

Un altro aspetto da considerare è il legame tra condizioni monetarie e immobiliare. La maggior parte delle crisi finanziarie è stata determinata dallo scoppio della bolla immobiliare o da sofferenze che le banche hanno avvertito sui prestiti immobiliari. Uno studio BIS evidenzia che "i prezzi degli immobili fungono da importante collaterale per i prestiti: se calano improvvisamente, possono indebolire i bilanci bancari e innescare una spirale negativa di restrizione del credito e recessione" (Kent & Lowe, \*\*\*).

La politica monetaria deve quindi considerare l'andamento del mercato: alzare i tassi può significare ridurre le bolle create ma se si alza troppo ci possono essere effetti contrari a quelli desiderati (Kent & Lowe, \*\*\*).

In Italia, il ciclo immobiliare è stato allineato ai cicli economici globali. In Italia:

- Anni '90-2007: forte espansione economica globale e ingresso nell'euro che ha implicato un boom immobiliare (A.Busnelli, 2024);
- 2008-2009: a seguito della crisi finanziaria e poi della crisi del debito negli anni 2011-2013 c'è stata una doppia recessione con conseguente contrazione del mercato immobiliare;
- 2015-2019: la BCE riporta i tassi a zero generando una crescita modesta e stabilizzando il mercato ha generato una risalita delle compravendite nel mercato immobiliare (QuiFinanza, 2023);

- 2020: shock del COVID che ha comportato un breve stop del mercato immobiliare;
- 2022-2023: rallentamento della crescita economica a causa dell'inflazione. Nel 2023 c'è stato un calo delle compravendite del 7% in Italia nel primo trimestre e prezzi stagnanti (Plannix, 2024).

Il prezzo delle case in Italia e in Europa è rimasto invariato fino al 2023 e questo fenomeno è stato oggetto di studio: la BCE nota che il calo è stato limitato, inferiore rispetto a crisi precedenti e che i prezzi restano alti (Bianchi, 2025). Le ragioni di questa situazione sono state individuate nella rigidità nell'offerta di case e che molti proprietari hanno il mutuo estinto (Bianchi, 2025).

La BCE ha avvertito, allo stesso tempo, che questa resilienza potrebbe essere il preludio ad un nuovo ciclo di crescita per effetto della scarsa offerta e questo potrebbe determinare l'aumento della bolla (Bianchi, 2025). Se l'economia rallentasse troppo, d'altro canto, rimanendo con tassi elevati il mercato immobiliare potrebbe peggiorare più di quanto si è visto fino a questo momento (Andaloussi et al., 2024).

Ad esempio, in paesi dove la maggioranza dei mutui è a tasso variabile (come alcuni nordici), il peso sui bilanci familiari sta aumentando e potrebbe ridurre i consumi e la domanda immobiliare con qualche trimestre di ritardo (Benatiya et al., 2024).

La politica monetaria gioca, quindi, un ruolo fondamentale con la possibilità di invertire cicli economici grazie ai suoi strumenti. Oggi si auspica un "soft landing": le banche centrali cercano di raffreddare l'inflazione senza far collassare i mercati immobiliari e del credito. Negli USA i prezzi immobiliari sono già stati corretti di tanto diminuendo dell'11% nel commerciale e del 5% nel residenziale e la FED potrebbe ancor di più intervenire se la stabilità continuasse ad essere a rischio (Deghi et al., 2024).

In Europa, la situazione è diversa paese per paese, quindi la BCE monitora e intanto delega misure macroprudenziali alle autorità nazionali (ESRB e banche centrali locali che impongono restrizioni mirate dove serve).

## 1.6. FOCUS SUL CONTESTO ITALIANO ED EUROPEO

Di seguito si analizzeranno le peculiarità del contesto italiano ed europeo sul rischio finanziario immobiliare.

1. ITALIA. Il mercato immobiliare italiano è stato meno movimentato e più stabile rispetto ad altri in Europa. Dopo il boom del 2000, c'è stato un lungo periodo di stagnazione e declino dei prezzi reali degli immobili. Tra il 2013 e il 2023 i prezzi nominali delle abitazioni in Italia sono rimasti invariati con soltanto un +0,18% che implica in termini reali un calo del 15% (Balduzzi, 2023). In questo decennio, il fenomeno si spiega con una congiuntura economica debole determinata da un PIL con bassa crescita e redditi stagnanti, con la crisi demografica ed un'offerta immobiliare non sempre adeguata alla domanda. Solo nelle grandi città come Milano è registrato un mercato in crescita: i prezzi delle case a Milano sono aumentati del 50% nei 10 anni considerati (Balduzzi, 2023). Per quanto riguarda i rischi finanziari l'Italia presenta alcune particolarità:
  - Le famiglie italiane sono poco indebitate in quanto il tasso di proprietà di casa è elevato e l'investimento immobiliare rappresenta più della metà della ricchezza lorda di una famiglia italiana (Malizia, 2019). I mutui attivi riguardano solo una minoranza della popolazione rappresentata da circa il 20% e il rapporto debito delle famiglie/PIL è uno dei più bassi in Europa pari al 40% contro l'80%-100% di Paesi come Olanda o Gran Bretagna (ESRB, 2019);
  - Il settore dei fondi immobiliari italiani è cresciuto ma rimane di nicchio. I rapporti della Banca d'Italia indicano un calo del NAV di alcuni fondi e un aumento dello spread di sconto sul NAV delle quotazioni di Borsa (Banca d'Italia, \*\*\*). Non emergono, allo stesso tempo, squilibri sistemici e il rischio nel segmento dei fondi immobiliari italiani è contenuto grazie anche alle normative vigenti (Borsa Italiana, \*\*\*);
  - L'Italia presenta un rischio demografico e macroeconomico specifico: questo comporta una diminuzione della domanda immobiliare in particolar modo nelle aree meno dinamiche del Paese. Il rischio per un investitore è quello di trovarsi a possedere immobili in una zona non attraente e a bassa domanda.
2. EUROPA. In Europa, negli ultimi anni c'è stata una divergenza nei mercati:

- Paesi come Germania, Austria (tradizionalmente prudenti) hanno vissuto un'accelerazione dei prezzi delle abitazioni dopo il 2015, tanto che le banche centrali locali hanno sollevato dei dubbi al riguardo. La Bundesbank segnalava nel 2021 una sopravvalutazione di 15-20% in alcune città tedesche. L'ESRB nel 2019 e 2021 ha emesso avvertimenti e raccomandazioni a vari paesi europei con vulnerabilità nel settore residenziale. Tra questi: Germania, Lussemburgo, Norvegia, Svezia, Danimarca, Paesi Bassi, ecc., tipicamente caratterizzati da forte crescita dei prezzi e alto indebitamento delle famiglie. Alcuni di questi paesi hanno adottato misure macroprudenziali (es. in Svezia ammortamento obbligatorio dei mutui, in NL riduzione sgravi fiscali mutui, ecc.) per calmierare il mercato (ESRB, 2019) (ESRB, 2021).
- Spagna e Irlanda hanno avuto un boom negli anni 2000 e poi una lenta ripresa partendo, nel 2008, con valori degli immobili crollati;
- La Francia ha avuto un costante aumento dei prezzi immobiliari negli ultimi 20 anni. L'ESRB (2019) ha incluso la Francia tra i Paesi con maggiore vulnerabilità;
- Alcuni Paesi dell'Europa Centrale come Repubblica Ceca e Ungheria hanno subito forti pressioni sui prezzi delle case e anche qui l'ESRB (2019) ha mandato degli allarmi;
- Regno Unito: qui è presente un mercato molto ciclico, in fase calante (prezzi giù del 5% dal 2022) per via dei tassi in aumento e Brexit. L'indebitamento delle famiglie è elevato e i tassi dei mutui sono fissi di medio termine (2-5 anni). Quindi il rischio di reinvestimento al tasso più alto è un problema attuale: molte famiglie UK vedono la rata salire bruscamente una volta scaduto il periodo fisso breve.

In Europa, grazie ai tassi uniformi, si sta osservando un fenomeno interessante: i Paesi con più alto indebitamento sentiranno il taglio dei tassi mentre Paesi come l'Italia lo vedranno come un canale per le imprese o un costo opportunità. Una simulazione del Fondo Monetario ha evidenziato che la trasmissione della politica monetaria è più forte dove ci sono mutui variabili e alto debito e più debole dove ci sono mutui fissi e basso debito (Andaloussi et al., 2024). Questo ritarda soltanto gli effetti infatti nel lungo periodo ne risentiranno tutti (Andaloussi et al., 2024).

Per concludere, il capitolo ha delineato i vari profili di rischio finanziario nel settore immobiliare – dall’illiquidità e specificità degli investimenti, al rischio di leva, ai rischi macro di tasso, inflazione e cicli economici – fornendo un quadro integrato con particolare riferimento all’Italia e all’Europa. Questa analisi di base è propedeutica a comprendere perché siano necessarie strategie di gestione e copertura (hedging) dei rischi finanziari nel real estate, tema che sarà sviluppato nei capitoli successivi con approfondimento sul ruolo dei derivati e altri strumenti finanziari per mitigare tali rischi. Un lavoro accorto di risk management permette infatti agli operatori immobiliari di affrontare con maggiore resilienza le fasi avverse del ciclo e di continuare a offrire rendimenti interessanti aggiustati per il rischio, condizione fondamentale per attrarre investimenti in un settore così cruciale dell’economia.

## **CAPITOLO 2**

### **GLI STRUMENTI DERIVATI PER LA GESTIONE DEL RISCHIO**

#### **2.1. DERIVATI OTC E REGOLAMENTATI: CLASSIFICAZIONE E CARATTERISTICHE**

I derivati sulla base delle modalità di negoziazione si dividono in 2 categorie:

- Derivati negoziati su mercati regolamentati;
- Derivati over the counter (OTC).

I primi sono contratti standardizzati per sottostante, quantità e scadenze, negoziati in mercati ufficiali e gestiti da una clearing house centrale. Questa modalità garantisce un'alta liquidità, trasparenza dei prezzi e mitigazione del rischio di controparte per effetto del fatto che la camera di compensazione media tra le parti e richiede margini a garanzia (Valori, 2019).

I secondi (OTC) sono contratti che vengono negoziati fuori dal mercato regolamentato attraverso degli accordi tra le parti coinvolte. Questa modalità permette di negoziare tutte le parti del contratto rendendolo su misura delle esigenze di copertura di un'azienda o di un investitore (Borsa Italiana, s.d.).

La flessibilità dello strumento ha favorito la sua diffusione e infatti il 95% del volume mondiale di derivati è stimato essere trattato come OTC (Valori, 2019). Il mercato degli OTC è quindi molto grande ma caratterizzato, dall'altro lato, da minore trasparenza e un maggiore rischio per la controparte (Valori, 2019).

La crisi finanziaria 2007-2008 ha messo in evidenza i rischi associati ai derivati OTC infatti molti contratti avevano una rete opaca di esposizioni bilaterali e minori garanzie: hanno contribuito ad amplificare lo shock che si è verificato sui mercati (Caracino e Tassinari, 2012).

Al G-20 di Pittsburgh (2009) i leader mondiali hanno affermato ed erano concordi che “ entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovevano essere trattati

su mercati regolamentati o piattaforme elettroniche attraverso controparti centrali” (Caracino e Tassinari, 2012). Fu anche stabilito l’obbligo di segnalare tutte le transazioni in derivati a repertori centrali di dati (trade repositories) per mitigare la trasparenza (Caracino e Tassinari, 2012). Queste tematiche hanno generato il regolamento n.648/2012 (EMIR) dell’Unione Europea. Oggi distinguiamo:

- Derivati regolamentati: contratti standard negoziati in Borsa;
- Derivati OTC: contratti personalizzati negoziati privatamente che offrono flessibilità ma aumentano il rischio della controparte. Dopo la crisi, molti derivati OTC standard vengono compensati centralmente o soggetti ad obblighi per ridurre il rischio (Camera Dei Deputati, 2015).

Nel settore immobiliare la distinzione tra queste 2 tipologie è molto rilevante perché gli operatori applicano i derivati a tassi di interesse o inflazione tramite contratti OTC effettuati con banche di investimento. Questi OTC seguono standard contrattuali comuni ed esistono mercati liquidi OTC. Dall’altro lato, strumenti regolamentati come futures sui tassi possono essere utilizzati per copertura ma la loro standardizzazione li può rendere meno precisi. Le SGR italiane mostrano una preferenza per strumenti OTC non quotati accettando un maggiore rischio ma ottenendo un hedge su misura dei propri investimenti (Cacciamani et al., 2024).

## **2.2. INTEREST RATE SWAP (IRS): FUNZIONAMENTO E CASI APPLICATIVI**

Tra i derivati di tasso, l’IRS è quello maggiormente utilizzato nel mercato immobiliare per gestire il rischio di tasso sui debiti. Un IRS è un accordo in cui due parti si scambiano (da cui swap) flussi di interessi calcolati su un capitale nozionale convenzionale, per un certo periodo di tempo prestabilito (PIMCO, 2025).

Solitamente, uno dei due contraenti paga un tasso fisso mentre l’altra un tasso variabile indicizzato su un parametro di mercato. Il più comune è l’IRS “plain vanilla” swap in cui si scambia un tasso fisso contro uno variabile (PIMCO, 2025).

Il tasso fisso è determinato all’inizio tenendo conto del valore attuale atteso mentre in seguito le variazioni dei tassi di mercato genereranno una parte dello swap positiva e

un'altra negativa: questo implica possibilità di realizzo o costo di chiusura in caso di estinzione anticipata.

### **2.2.1. CASI APPLICATIVI**

Gli IRS sono impiegati dalle società immobiliari, fondi e investitori con un tasso variabile. Attraverso uno swap, un debitore immobiliare con un mutuo a tasso variabile può fissare il proprio tasso di interesse: stipula un IRS con la banca pagando un tasso fisso e ricevendo da quest'ultima un tasso variabile uguale al parametro del mutuo e così facendo converte il proprio debito in uno a tasso fisso, eliminando il rischio di futuri rialzi dei tassi (Bird-Keitg & Burton, 2023).

In questa situazione, quando i tassi di mercato salgono al di sopra del tasso fisso concordato, lo swap genera un profitto viceversa sarà in perdita. In ogni caso, l'IRS raggiunge l'obiettivo di stabilizzare il costo del debito entro il livello prefissato il che è molto utile in fase di pianificazione finanziaria (Moore Colson, 2023).

Proseguiamo effettuando un esempio concreto. Una società accende un leasing immobiliare o un mutuo bullet a tasso variabile Euribor a 3 mesi + spread può sottoscrivere un IRS di pari importo e durata. Così facendo pagherà un tasso fisso per il mutuo e incasserà l'IRS a 3 mesi. Il risultato è che la società paga un tasso fisso all-in, eliminando la volatilità dovuta alle oscillazioni dell'Euribor di ogni trimestre. Studi effettuati su questo settore evidenziano come la maggior parte dei fondi immobiliari italiani adottano swap o strumenti simili per tutelarsi dal rischio del rialzo dei tassi (Cacciamani et al., 2024).

Altri usi applicativi dell'IRS possono includere:

- Gestione attiva del debito. Ad esempio trasformare un tasso fisso in variabile o viceversa;
- Adeguamento della duration degli asset o delle passività immobiliari;
- Operazioni di speculazione controllata sui tassi: alcune imprese possono scommettere su un ribasso dei tassi stipulando un IRS in cui pagano un tasso variabile e ricevono uno fisso (Onnis Cugia, 2013).

### **2.3. INFLATION SWAP: STRUTTURA E IMPIEGHI NEL SETTORE IMMOBILIARE**

Gli investitori sono sottoposti ad un duplice rischio: oltre a quello dei tassi devono tenere in considerazione anche il rischio inflazionistico. Gli inflation swap sono derivati che nascono per trasferire il rischio di inflazione tra due parti tramite lo scambio di pagamenti indicizzati all'inflazione contro pagamenti fissi (Ganti, 2022).

In un contratto simile, una controparte paga un tasso fisso sul capitale nozionale mentre l'altra parte paga un tasso variabile basato sul tasso di inflazione (Ganti, 2022).

Una parte, quindi, si prende il peso dell'inflazione generata pagando degli importi maggiori all'aumentare dei prezzi mentre l'altra paga un fisso. Un esempio comune di inflation swap è lo Zero-Coupon Inflation Swap (ZCIS), in cui il calcolo e il pagamento della differenza tra il tasso di inflazione e il tasso fisso viene effettuato soltanto alla fine (Investopedia, 2022).

L'obiettivo principale di questo strumento è stabilizzare il fattore inflattivo trasferendo l'incertezza che deriva dall'oscillazione dei prezzi su una controparte (Investopedia, 2022). Molti istituti finanziari utilizzano questi tipi di swap per hedging: un investitore che teme un aumento dell'inflazione, per esempio, può decidere di pagare un tasso fisso e ottenere un flusso di cassa aggiuntivo se l'inflazione sale oltre il livello atteso (Parametra Solutions, 2025).

Enti il cui reddito è indicizzato all'inflazione potrebbero voler eliminare la variabilità: una utility company con tariffe legate all'indice dei prezzi al consumo potrebbero stipulare uno swap in cui pagano l'inflazione e ricevono un tasso fisso, assicurandosi quindi un flusso di denaro costante trasferendo all'altra parte il rischio inflattivo (Ganti, 2022).

Nel mondo immobiliare, gli inflation swap si applicano in determinate situazioni specifiche.

Possono essere utilizzati da investitori che hanno ricavi da affitti fissi che non sono indicizzati per coprirsi dal rischio inflazionistico. Al contrario nel caso in cui gli affitti fossero indicizzati sarà coperto sul lato inflazionistico ma un'elevata inflazione potrebbe avere anche degli aspetti negativi come canoni insostenibili o comprimendo la domanda di nuovi spazi (Cacciamani et al., 2024) : solitamente tutti i canoni di locazione sono indicizzati (Janus Henderson, 2023).

Gli inflation swap danno la possibilità di dividere la componente derivante dall'inflazione dai flussi finanziari immobiliari e di negoziarla all'interno del mercato. Questa possibilità permette di avere flessibilità in quella che è la gestione del rischio: l'inflazione può essere gestita ulteriormente ricorrendo a derivati nel momento in cui le aspettative inflazionistiche siano diverse dagli obiettivi di rendimento reale del gestore (CAIA, 2021). Questi strumenti sono, però, sofisticati e come tali utilizzati da investitori istituzionali o da fondi e non da singole società immobiliari.

In Italia, l'utilizzo di questo strumento in maniera diretta non è diffuso mentre è più comune l'investimento in titoli indicizzati all'inflazione come hedge naturale contro la diminuzione monetaria dei redditi immobiliari (Assoimmobiliare, 2022).

#### **2.4. ALTRI STRUMENTI: CAP, FLOOR, FRA E OPZIONI SU TASSO**

Ci sono una serie di strumenti oltre quelli già descritti che vengono utilizzati in ambito immobiliare.

1. **INTEREST RATE CAP (CAP SUI TASSI).** È un contratto derivato che stabilisce un tetto massimo al tasso di interesse variabile a carico dell'acquirente. Un cap equivale ad un portafoglio di opzioni call su un tasso di interesse ognuna riferita ad una specifica data di reset del tasso (Norris, 2022). Chi acquista un cap paga un premio al venditore (writer) e ottiene il diritto per ogni periodo, di solito trimestrale, a ricevere un flusso nel momento in cui il tasso di mercato di riferimento vada oltre un target prefissato (Borse.it, 2022). Se alla data di rilevazione il tasso variabile è superiore al tasso cap concordato, il venditore paga all'acquirente la differenza positiva tra il tasso di mercato e il tasso cap (Borsa Italiana, s.d.). Se il tasso di mercato invece è inferiore al tasso cap, il cap non paga e in questo modo il cap garantisce al debitore che il suo tasso effettivo non superi una certa soglia pur mantenendo il beneficio di eventuali ribassi sui tagli. Prendendo in considerazione, ad esempio, una società indebitata a tasso variabile Euribor 3M al 4% che acquista un cap con strike 5% si protegge da qualunque rialzo oltre il 5%: se l'Euribor salisse al 6%, incasserebbe dal cap la differenza (1%) compensando l'aumento degli interessi dovuti oltre la soglia (Bird-Keith e Burton, 2023). Il cap è uno strumento che serve a mettere un tetto al costo del denaro. Nel settore immobiliare sono richiesti dalle banche finanziatrici

all'interno dei mutui a tasso variabile: la società mutuataria si dota di un cap per proteggere i flussi, in particolar modo in fasi di mercato con tassi crescenti (J.P. Morgan, 2023). Con l'aumento dei tassi, infine, molte aziende li hanno acquistati come copertura più flessibile rispetto a fissare tutto il debito dal momento in cui il cap lascia usufruire di eventuali discese dei tassi (Moore Colson, 2023).

2. **INTEREST RATE FLOOR (floor sui tassi).** Il floor è l'opposto del cap ossia è uno strumento che stabilisce un livello minimo per un tasso variabile. È uguale ad un portafoglio di opzioni put su un tasso di riferimento e protegge chi acquista da ribassi eccessivi (Norris, 2022). Chi acquista un floor paga un premio e ha diritto a ricevere la differenza tra il target del floor e il tasso di mercato applicata al capitale nozionale (Borsa Italiana, s.d.). Un caso concreto è un investitore che investe in titoli a tassi variabili che acquistando un floor si garantisce che il suo rendimento non scenda al di sotto di una certa soglia (Borsa Italiana, s.d.).
3. **FORWARD RATE AGREEMENT (FRA).** Il FRA è un contratto a termine sui tassi di interesse in cui due parti si accordano nel momento della stipulazione sul tasso di interesse che verrà applicato in un periodo futuro (BIS, s.d.). Alla data iniziale si confronta il tasso prefissato con il tasso di mercato effettivo e colui che paga il tasso fisso nel FRA riceverà o darà la differenza rispetto al tasso variabile che si è generato (Norris, 2022). Il FRA non è altro che un derivato OTC in cui una parte ha un tasso fisso e l'altra resta comunque esposta al tasso variabile con pagamento a scadenza. I FRA vengono sempre regolati per cassa al momento in cui il periodo inizia senza che avvengano scambi del capitale (Norris, 2022). I FRA solitamente sono usati dalle banche per le operazioni di finanziamento mentre sono meno diffusi nelle SGR perché la copertura sulle singole scadenze è insufficiente per il rischio continuo di un portafoglio che è a tasso variabile. Una serie di FRA consecutivi può emulare un IRS in un periodo lungo ma con l'aspetto negativo che un FRA va rinnovato e ha dei tassi di interesse diversi a seconda di dove viene applicato (Norris, 2022).
4. **OPZIONI SU TASSI E SWAPTION.** Queste sono opzioni singole sui tassi di interesse. Un'opzione call su un tasso dà il diritto di ricevere un pagamento se il tasso fisso di riferimento supera quello prefissato mentre una put su un tasso paga se scende al di sotto del tasso prefissato. Ci sono delle opzioni in cui il sottostante

è un altro derivato ed è il caso delle swaption che è un'opzione che conferisce il diritto ad entrare in un IRS ad una certa data predefinita (Norris, 2022). Le swaptions permettono di bloccare la possibilità di fissare un tasso in futuro pagando sin da subito un premio per avere questa flessibilità. Nel settore immobiliare questo strumento può rivelarsi utile nel momento in cui si effettuano operazioni di sviluppo o acquisto: una SGR che prevede di stipulare un mutuo fra qualche anno per un progetto in costruzione potrebbe decidere di stipulare una swaption per proteggersi da eventuali rialzi futuri (Xiao et al., 2010). Le opzioni sui tassi in generale hanno come obiettivo quello di risultare strategie di copertura più sofisticate: un interest rate collar può essere costruito, ad esempio, da un debitore acquistando un cap e finanziando l'acquisto con la vendita di un floor (Norris, 2022).

La cosa importante da sottolineare parlando di questi strumenti è che la struttura scelta debba essere coerente con il profilo di esposizione del sottostante senza introdurre rischi ulteriori al fine di assicurare la finalità di hedging. Una best practice che viene richiamata dai regolatori è che gli enti non devono usare derivati complessi che alterino il rischio totale e, in questo senso, la normativa italiana ha vietato ai fondi comuni manovre per aumentare la leva finanziaria oltre un limite o operazioni in derivati equivalenti a posizioni "short" non coperte (G.U. n.228/1999).

## **2.5. STRUMENTI DI COPERTURA VS STRUMENTI SPECULATIVI: FINALITÀ E LIMITI**

Un derivato ha finalità di copertura (hedging) quando viene stipulato con finalità di ridurre o trasferire un rischio esistente (Onnis Cugia, 2013):

- Acquisto di un cap viene fatto per proteggersi da un mutuo variabile;
- Stipula di un IRS ha l'obiettivo di coprire il rischio del tasso di interesse di un debito a tasso variabile;
- Acquisto di un floor ha l'obiettivo di difendere il portafoglio da cali di rendimento.

In tutti i casi elencati c'è un rischio preesistente ed il derivato è lo strumento utilizzato per mitigarlo cercando di ridurre al minimo le perdite (Norris, 2022).

Un uso speculativo di un derivato, viceversa, avviene quando un soggetto si assume in maniera intenzionale un rischio che prima non esisteva con l'obiettivo di trarne un profitto (Onnis Cugia, 2013). Quindi, l'obiettivo non è quello di coprire un rischio esistente come nel caso degli strumenti di copertura ma, al contrario, assumersi un rischio basato su delle previsioni che si effettuano (sul tasso di inflazione per esempio) con l'obiettivo di trarne un profitto (Onnis Cugia, 2013). Questa attività di speculazione non è illegale ma ha dei rischi intrinseci molto elevati infatti molte crisi finanziarie sono nate proprio quando il mercato si è mosso contro le aspettative di chi aveva stipulato dei derivati speculativi. Un esempio eclatante è il caso Orange County nel 1994 negli USA in cui un tesoriere pubblico speculò sui tassi con derivati e fece fallire l'ente (Norris, 2022).

Il confine tra la copertura e la speculazione è spesso molto sottile ed è per questo motivo che la normativa di vigilanza e i principi contabili hanno cercato di intervenire andando a definire dei criteri oggettivi. Sulla base degli IFRS, principi contabili internazionali, un derivato può essere contabilizzato come strumento di copertura solo se soddisfa determinati criteri di efficacia ed è destinato alla copertura di un elemento specifico o un flusso finanziario viceversa è trattato come strumento speculativo con valutazione al fair value all'interno del conto economico (Racugno e Tronci, 2016).

In Italia, invece, il regolamento sulla gestione collettiva prevede che ciascun fondo debba indicare all'interno del proprio regolamento i criteri di utilizzo dei derivati e le loro finalità e che questi strumenti non debbano alterare in maniera significativa il profilo di rischio dell'ente (Banca d'Italia, 2015).

È vietato, inoltre compiere azioni in derivati per i fondi equivalenti a vendite allo scoperto non coperte. Inoltre, la leva finanziaria che generano i derivati non può superare il valore del patrimonio (Banca d'Italia, 2015).

Le SGR devono stabilire delle procedure interne per garantire che i derivati siano usati in maniera coerente con i bisogni di copertura dei propri clienti e dei portafogli gestiti (Onnis Cugia, 2013). La Consob (1988) aveva definito i criteri per considerare un'operazione di copertura ed è un'operazione che riduca la rischiosità complessiva dell'ente e che abbia una correlazione elevata tra il derivato e l'elemento che si intende coprire (Onnis Cugia, 2013).

Queste procedure sono ad oggi integrate nelle politiche di risk management delle SGR che devono continuamente monitorare l'evoluzione delle posizioni coperte sia l'efficacia delle stesse (Onnis Cugia, 2013).

Un altro limite imposto è quello sulle controparti, infatti i derivati OTC sono conclusi con controparti di elevato standing creditizio e sottoposte a vigilanza prudenziale come richiesto dalla normativa italiana (Banca d'Italia, 2015).

Per frenare gli abusi per quanto riguarda gli strumenti speculativi il legislatore italiano nel 2008 e poi in maniera definitiva nel 2014 ha vietato agli enti pubblici territoriali la sottoscrizione di nuovi strumenti derivati salvo eccezioni speciali (Camera dei Deputati, 2015).

Concludendo l'analisi effettuata in questo paragrafo si può dire che gli strumenti di copertura e quelli speculativi non sono categorie di derivati ma quello che li categorizza è l'uso che si effettua degli stessi.

Una copertura efficace comporta disciplina: il derivato va dimensionato sull'esposizione da coprire, monitorato e eventualmente chiuso quando non serve più. La speculazione, se condotta da operatori preparati e con capitale adeguato, apporta liquidità al mercato e consente alle controparti di copertura di trovare qualcuno disposto a prendersi il rischio (Onnis Cugia, 2013).

I fondi immobiliari italiani, nello specifico, utilizzano i derivati solo per copertura del rischio di tasso sui finanziamenti come evidenziato dalle analisi di portafoglio effettuate: solo il 2% degli attivi in media è investito in derivati soltanto di copertura (Cacciamani et al., 2024).

## **2.6. QUADRO NORMATIVO: EMIR; MiFID II E COMPLIANCE PER LE SGR**

Il mercato dei derivati è soggetto ad una normativa internazionale e nazionale stringente ed articolata per ridurre i profili di rischiosità degli stessi.

In Italia e in Europa le normative di riferimento sono il regolamento EMIR e la direttiva MiFID II/MiFIR oltre che alle disposizioni della Consob e di Banca d'Italia in particolar modo per le SGR.

- EMIR (European Market Infrastructure Regulation). Il Regolamento (UE) n. 648/2012, EMIR, è stato adottato in risposta alla crisi finanziaria con l'obiettivo di accrescere la stabilità del mercato dei derivati OTC. Esso impone obblighi di compensazione centrale, segnalazione e mitigazione del rischio per i contratti derivati non negoziati in mercati regolamentati (Camera dei Deputati, 2015). Questo regolamento prevede che i derivati OTC standardizzati debbano essere compensati tramite una CCP (Central Counterparty) autorizzata. Questo implica che se una SGR stipula, per esempio, un IRS su tassi in euro deve far passare la transazione attraverso una clearing house (come cassa di compensazione) che si mette tra la SGR e la banca, come garanzia (ESMA, 2023). L'obbligo di compensazione è applicato sia alle controparti finanziarie che non finanziarie. Un altro elemento cruciale del regolamento è che tutte le transazioni in derivati devono essere segnalata ad un Trade Repository accreditato entro il giorno successivo così che sia possibile il monitoraggio dell'accumulo di rischio all'interno del sistema (Caracino e Tassinari, 2012). Applicato alle SGR questo significa che bisogna creare delle strutture o delegare ad intermediari la segnalazione EMIR di ogni derivato effettuato. La compliance EMIR ha un impatto notevole e le SGR di minori dimensioni possono rientrare, per questo motivo, all'interno della categorie di "controparti finanziarie esenti" (EMIR Refit, 2019).
- MiFID II/ MiFIR. La direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e il Regolamento 600/2014 (MiFIR), 2018, rappresentano il quadro di riferimento per i mercati finanziari. MiFID riguarda la prestazione di servizi di investimento agli investitori ed ha rilevanza per i derivati in più aspetti. Innanzitutto, MiFID II ha inserito all'interno del sistema il "trading obligation" per alcuni derivati OTC standard: contemporaneamente all'obbligo di clearing di EMIR, è presente l'obbligo di negoziare dei derivati liquidi (alcuni IRS o CDS su indici) su sedi di negoziazione regolamentate o sistemi multilaterali, anziché bilateralmente OTC, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza pre- e post-trade. Questo spinge una parte del mercato dei derivati verso strumenti alternativi come i SEF (Swap Execution Facilities) o gli MTF/OTF europei. MiFID II ha, allo stesso tempo, rafforzato la trasparenza durante il processo di negoziazione: per la prima volta, anche su molti derivati

scambiati OTC c'è un obbligo di post-trade transparency, ossia di pubblicazione dei numeri riguardanti le transazioni effettuate. Dal lato investor protection, MiFID II classifica i derivati tra gli strumenti finanziari complessi, e la loro vendita richiede una valutazione di appropriatezza o consulenza adeguata: le SGR e banche devono assicurare che gli investitori retail non accedano a derivati senza comprenderne i rischi. Per esempio, la distribuzione di certi derivati su tassi o valute a clientela non professionale è fortemente limitata; i casi passati di vendite abusive (es. interest rate swap venduti a piccole imprese ignare negli anni 2000) hanno portato a cause legali e MiFID II ora impone obblighi informativi stringenti e valutazioni di appropriatezza (Banca d'Italia, 2018). Un ulteriore contributo di MiFID II riguarda i limiti alle posizioni su derivati su commodity: la direttiva, nel tentativo di frenare e monitorare la speculazione sulle materie prime, richiede alle autorità di fissare position limits e agli operatori di segnalare giornalmente le proprie posizioni in derivati su commodity e sui sottostanti (Camera dei Deputati, 2015).

- COMPLIANCE PER LE SGR E I FONDI IMMOBILIARI. Le SGR che gestiscono dei fondi immobiliari devono rimanere all'interno di quello che è il perimetro normativo:
  - a) Devono predisporre un regolamento interno per l'uso dei derivati. La normativa italiana già richiede una cosa simile riguardante i criteri e le finalità dei derivati usati (Banca d'Italia, 2015);
  - b) Devono implementare sistemi di risk management e controllo. La SGR deve continuamente monitorare il valore di mercato dei derivati in portafoglio, misurare gli indici di rischio e verificare l'efficacia delle coperture. Banca d'Italia richiede segnalazioni di vigilanza periodiche in cui la SGR deve riportare l'esposizione in derivati e la leva finanziaria del fondo (Banca d'Italia, 2021);
  - c) Devono adempiere agli obblighi EMIR classificando i fondi come controparti finanziarie, dotarsi di LEI (Legal Entity Identifier) e provvedere al report di ogni trade derivato effettuato.
  - d) Devono applicare MiFID II nella gestione dei fondi. Nonostante il fondo sia un investitore istituzionale, la SGR quando esegue operazioni deve ottenere la

migliore esecuzione (best execution) per il fondo anche nei derivati, e valutare la qualità delle controparti. In più, nella reportistica verso i quotisti del fondo, deve dare evidenza dell'uso di derivati, dell'esposizione e dei rischi associati (ad esempio, nella nota integrativa di bilancio del fondo vanno indicate le attività/passività oggetto di copertura e l'effetto dei derivati, come da art. 2427-bis c.c.).

- LE AUTORITÀ DI VIGILANZA. Esse effettuano controlli periodici riguardanti il rispetto delle norme richieste. ESMA e le autorità nazionali possono comminare sanzioni nel caso in cui ci fossero delle inadempienze (Consob, 2020). Adeguarsi alla normativa comporta inevitabilmente dei costi ma genera anche dei benefici in termini di professionalizzazione del mercato. I dati di Assoimmobiliare mostrano come i fondi immobiliari hanno aumentato l'uso di derivati di copertura dal 0,66% al 2,06% dell'attivo in pochi anni, utilizzandoli esclusivamente per coprire il rischio tasso dei finanziamenti o dei leasing come previsto dalla normativa e dai regolamenti interni (Cacciamani et al., 2024). È anche emersa l'adozione di strumenti derivati con sottostanti immobili (es. contratti derivati sul valore di alcuni immobili in portafoglio), con l'obiettivo di mitigare il rischio di calo di valore di detti immobili nel lungo periodo (Cacciamani et al., 2024).

CONCLUSIONE NORMATIVA. Il quadro normativo attuale obbliga le SGR ad un utilizzo responsabile e trasparente degli strumenti finanziari derivati. EMIR ha ridotto l'opacità degli OTC e eliminato il rischio controparte mentre MiFID II ha assicurato che il ricorso ai derivati venga effettuato in maniera tale da rispecchiare quelle che sono le aspettative degli investitori finali e con correttezza nei loro confronti. L'obiettivo finale è che i derivati debbano svolgere un ruolo di "ammortizzatori" del rischio e non come uno strumento che lo amplifichi contribuendo alla stabilità dei flussi finanziari all'interno del settore immobiliare (IPF, 2016).

## CAPITOLO 3

### EVIDENZE EMPIRICHE E BEST PRACTICE DI COPERTURA

#### 3.1 Analisi di bilancio di fondi e SGR operanti in Italia

Negli ultimi anni il settore dei fondi immobiliari italiani ha registrato una rilevante crescita, con un aumento da un lato del numero di veicoli attivi dall'altro del patrimonio gestito. Al 2024 si contano circa 665 fondi immobiliari gestiti da 60 SGR ( Società di Gestione del Risparmio) in Italia, per un patrimonio immobiliare di 138 miliardi di euro - 5,3% in più dell'anno precedente (Unione Immobiliare, 2024). Le prime 25 SGR gestiscono il 95% dei fondi, con un patrimonio medio per SGR che si aggira intorno ai 5,5 miliardi di euro (Unione Immobiliare, 2024). All'interno di questo contesto si rendono necessarie politiche di gestione del rischio finanziario con un focus particolare sul rischio di tasso di interesse perché molti fondi fanno ricorso alla leva finanziaria per potenziare i rendimenti immobiliari.

In base ad un monitoraggio effettuato sui bilanci e le note integrative dei fondi immobiliari italiani emergono pratiche omogenee riguardanti l'uso degli strumenti finanziari derivati a fini di copertura. Al 31/12/22 i derivati rappresentavano il 2,06% del valore degli strumenti finanziari detenuti dai fondi - 0,66% in più rispetto all'anno precedente. Sia per aspetti normativi che di prassi, i fondi immobiliari italiani utilizzano derivati con finalità di copertura dei rischi finanziari, in particolare per il rischio di tasso sui mutui e finanziamenti contratti (Assoimmobiliare, \*\*).

Gli strumenti più diffusi sono gli Interest Rate Swap (IRS), i contratti Cap (con opzione sui tassi con tasso massimo predefinito) e a volte opzioni put/call sui tassi (Assoimmobiliare, \*\*).

Un aspetto importante riguarda la regolamentazione domestica prevista dalla Banca D'Italia con il provvedimento 19/1/2015 e DM 30/2015 che consente ai FIA immobiliari solo l'uso di derivati di copertura, escludendone l'impiego per fini speculativi. In questo senso, questi strumenti in bilancio vengono separati tra "derivati di copertura dei rischi e

“derivati non di copertura” con l’obbligo di evidenziare il relativo fair value e risultato in specifiche voci all’interno della nota integrativa (Enpam, 2020).

Nella pratica i fondi immobiliari italiani tendono a designare i derivati come coperture delle passività finanziarie. Un IRS, se copre interamente un mutuo a tasso variabile, può essere contabilizzato al valore nominale con il principio del costo ammortizzato, evitando fluttuazioni di fair value a conto economico (Enpam, 2020).

Eventuali porzioni che eccedono, come ad esempio nonional swap superiore al capitale residuo del mutuo, devono essere valutate al fair value con impatto sugli utili/perdite d’esercizio non realizzati.

L’analisi sui bilanci 2020-2024 evidenzia come i fondi più importanti presentano in nota integrativa indicazioni sulle strategie di copertura del tasso. In via generale, viene riportato il grado di copertura del debito infatti molte SGR perseguono una copertura della maggior parte dell’esposizione a tasso variabile, tra il 70% e il 100% del debito, in linea con i requisiti dei covenant bancari. Per esempio, IGD SIIQ, una società di investimento immobiliare quotata operante come un fondo, già nel 2017 aveva coperto il 94,7% della propria esposizione ai tassi d’interesse sui finanziamenti a medio-lungo termine con contratti IRS (IGD, 2017). Questo ha inevitabilmente contribuito a stabilizzare gli oneri finanziari e a mantenere alti gli indici di copertura degli interessi (ICR): nel 2017 IGD ha registrato un ICR pari a 2,93x con un miglioramento pari a 2,24 del moltiplicatore dell’anno precedente grazie alla riduzione degli oneri finanziari derivanti dalla scadenza di un IRS oneroso ad aprile 2017 (IGD, 2017).

Durante il periodo di tassi decrescenti ai minimi storici, tra il 2015 e il 2021, molte coperture si sono tramutate in costi finanziari fissi più alti rispetto ai tassi variabili di mercato. Tutto questo è stato compensato, però, dalla stabilità e prevedibilità dei flussi di cassa, elemento apprezzato da un lato dai gestori dei fondi, dall’altro dagli investitori istituzionali. Con il rialzo avutosi dopo il 2022, i fondi che hanno effettuato coperture hanno ottenuto un effetto protettivo: gli oneri per interessi sono rimasti contenuti rispetto all’andamento del mercato, e diversi derivati che in precedenza erano “out of the money” sono tornati in area positiva, generando utili potenziali non realizzati e un miglioramento del NAV (al netto delle imposte differite stanziare sulle riserve di fair value positive (Enpam, 2020).

L'analisi di bilancio conferma che le SGR italiane hanno adottato diffuse best practice di hedging in linea con quella che è la normativa prudenziale, che si riflettono in una limitata incidenza percentuale dei derivati in attivo ma in un'elevata mitigazione del rischio finanziario sul passivo. I bilanci mostrano un modesto impatto netto dei derivati sul conto economico: eventuali differenze pagate/ricevute su IRS e premi pagati per i cap o i collar compaiono tra gli oneri finanziari mentre le variazioni di fair value sono contabilizzate come componenti straordinarie o nel prospetto di conto economico complessivo, negli other comprehensive income, se si applica l'hedge accounting. Nei report degli ultimi 5 anni, in conclusione, si registra una maggiore trasparenza all'interno delle relazioni sulla gestione in cui sono inseriti commenti sulle strategie di copertura adottate, sottolineando l'impatto positivo che si riflette sulla riduzione della volatilità dei flussi.

### **3.2. STRATEGIE DI COPERTURA DOCUMENTATE: IRS nei fondi InvestIRE, DeA Capital, Kryalos**

In questa sezione esamineremo esempi concreti di strategie di hedging attuate da alcuni principali player italiani attraverso l'analisi di casi documentati nei loro fondi immobiliari. L'obiettivo è evidenziare le modalità con cui tali SGR hanno impiegato strumenti derivati come gli Interest Rate Swap, per la copertura del rischio di tasso, fornendo evidenze empiriche tratte da bilanci e documenti ufficiali.

- 1) InvestIRE SGR è tra i maggiori gestori italiani nel real estate, con un ampio ventaglio di fondi immobiliari. La sua strategia in tema di rischio di tasso è improntata sulla prudenza: i suoi fondi chiusi stipulano IRS o altri derivati contestualmente all'accensione di mutui a tasso variabile, in modo da fissarne il costo. Un caso emblematico è offerto dal fondo "Immobiliarium 2001", uno dei fondi storici gestiti da InvestIRE. Dai rendiconti emerge che il fondo aveva inizialmente coperto il proprio finanziamento ipotecario tramite un IRS; alla scadenza dell'IRS la SGR valutò di non procedere al rinnovo della copertura, ritenendo "contenuto il rischio" di tasso residuo in quella fase (Investire, 2012). Questo episodio del 2012 riflette la congiuntura dei tassi decrescenti: i gestori

stimarono che il beneficio di continuare a pagare un tasso variabile ormai basso fosse superiore al rischio di un suo rialzo, decidendo di rimanere esposti, in via eccezionale. Questa decisione fu motivata nei documenti ufficiali: la nota illustrativa esplicitava che “non si è ritenuto di procedere ad una nuova copertura, valutando contenuto il rischio”. Al di là di questo caso particolare, la prassi di InvestiRE resta orientata all’uso sistematico dei derivati di copertura: altri fondi della casa mostrano in bilancio contratti di swap o cap a garanzia di tassi massimi sui debiti. Il fondo “Secondo RE” nel bilancio 2024 non presentava indebitamento né derivati in essere, segno di una struttura finanziaria integralmente equity in quel caso (Investire, 2024). Al contrario, in fondi dove sono presenti mutui InvestiRE adotta l’IRS amortizing per bloccare il tasso, oppure contratti Cap nel caso in cui si preferisca fissare solo un tetto massimo al tasso variabile. Tali strategie sono descritte nelle relazioni degli amministratori e sono coerenti con il profilo prudente della SGR.

- 2) DeA Capital Real Estate SGR è leader di mercato con oltre 50 fondi immobiliari gestiti. Un esempio rilevante è quello del fondo Ippocrate, quotato sul segmento MIV e gestito dalla società in questione. Nel 2020 il fondo Ippocrate ha stipulato contratti derivati di copertura per garantire il rispetto dei covenant di tasso richiesti dalla banca finanziatrice (Società Générale) (FIA, 2020). In particolare è stato acquistato un Interest Rate Cap con strike 0,85% su un nozionale di 80 milioni di euro, relativo alla nuova linea di credito aperta, pagando un premio upfront di circa 0,93 milioni di euro. Precedentemente la copertura dei mutui era solo parziale ma grazie all’attivazione di questo Cap il livello di copertura è stato portato al valore richiesto contrattualmente (circa il 100% del nozionale (Enpam, 2020). La scelta di un cap si spiega con il fatto che i tassi di mercato nel 2020 fossero molto bassi: la SGR ha preferito pagare un premio per assicurarsi un tasso minimo, potendo beneficiare dei tassi effettivi qualora fossero rimasti inferiori allo 0,85%. Questa strategia è stata illustrata nella relazione sulla gestione dove sono inserite con dettaglio le caratteristiche dei derivati e si esplicita la finalità dell’hedging. Il fondo ha utilizzato, oltre al cap citato anche IRS su porzioni di debito a tasso variabile: nel rendiconto al 31/12 vengono riportati sia i differenziali maturati sugli IRS in essere sia il fair value di eventuali swap. Per esempio, nel

bilancio 2017 di Ippocrate risultavano differenziali pagati su IRS per circa 426mila euro e l'iscrizione di imposte differite attive su perdite fiscali legate agli strumenti di copertura sui mutui (Enpam, 2020). In conclusione, DeA Capital adotta un approccio attivo: ogni operazione di finanziamento effettuata è accompagnata da un'adeguata operazione di hedging. Altri fondi gestiti da DeA riportano le stesse strategie. Il Fondo Atlantic 1 e il Fondo Alpha nei loro prospetti informativi indicano in maniera esplicita la politica di copertura dei tassi come parte integrante della strategia finanziaria del fondo. DeA Capital spesso evidenzia nei comunicati stampa e presentazioni agli investitori il dato di durata media ponderata del debito e di quota di debito a tasso fisso.

- 3) Kryalos SGR gestisce fondi prevalentemente riservati a investitori istituzionali e internazionali, spesso in partnership con operatori come Blackstone e altri. La documentazione esplicita della società in questione è meno estesa rispetto alle altre è comunque possibile trarre alcune informazioni interessanti. Ad esempio, in un finanziamento strutturato concluso nel 2019 per un portafoglio logistico gestito da Kryalos in joint venture con Blackstone, venne comunicato che il costo all-in del nuovo prestito era pari al 4,17% annuo (PropertyEU, 2023). Ciò implica che la SGR ha contestualmente sottoscritto un IRS per trasformare il tasso variabile del loan in un tasso fisso intorno al 4%, stabilizzando le uscite finanziarie. Un altro caso è quello di Invitalia che nel suo bilancio consolidato del 2021 menziona la cessione di un immobile ad un fondo Kryalos, con contestuale contratto IRS stipulato con primario operatore di mercato, a copertura presumibilmente del finanziamento relativo (Invitalia, 2023). Nonostante i dettagli operativi dei bilanci di Kryalos non siano di dominio pubblico, possiamo concludere che la best practice di coprire il rischio di tasso sia seguita anche dai fondi Kryalos. La stessa società enfatizza di aver implementato politiche di Risk Management e l'adozione di criteri ESG che includono la gestione prudente dei rischi finanziari (AssoImmobiliare, 2025). In sintesi, i fondi gestiti da Kryalos utilizzano derivati (swap e/o cap) in modo simile a quello dei concorrenti: l'obiettivo è quello di garantire ai propri investitori (spesso operatori esteri) che l'andamento dei tassi non incida in maniera negativa sulle performance attese. Ad esempio, fondi Kryalos in partnership con investitori USA hanno presumibilmente seguito le

linee guida di questi ultimi, notoriamente inclini a fissare il costo del denaro: i documenti di funding spesso prevedono clausole di mandatory hedging (copertura obbligatoria) per una quota significativa del debito. Tale prassi di mercato è perfettamente allineata a quanto già osservato per InvestiRE e DeA: *hedging* come componente standard del framework di gestione attiva del passivo.

### **3.3. UTILIZZO DEI DERIVATI NEI REIT E FONDI ESTERI**

Lo scenario internazionale offre un importante ed utile confronto rispetto al contesto italiano. Nei mercati esteri, specialmente nei paesi anglosassoni, le società immobiliari quotate (REIT- Real Estate Investment Trust) e i fondi immobiliari non quotati di grandi dimensioni fanno un ampio ricorso a derivati per gestire il rischio finanziario, con logiche simili a quelle descritte in Italia, sebbene con alcune differenze normative e operative.

Negli Stati Uniti, i REIT (equivalenti societari dei nostri SIIQ) combinano debito a tasso fisso (ad es. emissione di obbligazioni ipotecarie o prestiti a tasso fisso) e debito a tasso variabile coperto da derivati. Molti REIT emettono direttamente debito a lungo termine a tasso fisso sul mercato obbligazionario, riducendo la necessità di derivati; tuttavia, per la porzione di indebitamento a tasso variabile (ad esempio linee di credito bancarie revolving o mutui variabili), è prassi consolidata utilizzare contratti come interest rate

swap e interest rate cap. Uno studio recente sui REIT non quotati statunitensi evidenzia che, con il forte rialzo dei tassi a partire da inizio 2022, tali veicoli hanno incrementato le strategie di hedging per mitigare il rischio di tasso (BLUEVAULT, 2023). In particolare, i REIT non quotati USA tendono a convertire una larga parte del debito da variabile a fisso: i filings normativi (es. 10-Q trimestrali) riportano spesso la percentuale di debito “fixed-rate” inclusiva degli effetti dei derivati. Un esempio emblematico è il Blackstone Real Estate Income Trust (BREIT), uno dei maggiori fondi immobiliari non quotati al mondo: al 30 giugno 2023 BREIT esponeva un indebitamento totale di \$68,1 miliardi, di cui circa \$37,8 miliardi a tasso variabile; grazie a un'estesa copertura tramite swap e cap, il tasso medio effettivo sul debito variabile (post-hedging) risultava ridotto di 170 punti base, passando da un tasso nominale medio del 6,0% a un costo netto del 4,3% (BLUEVAULT, 2023). Questo aggiustamento ha comportato un risparmio di interessi stimato in \$1,16 miliardi annui per BREIT, corrispondente a circa il 26% della spesa per interessi altrimenti dovuta senza coperture (BLUEVAULT, 2023). È interessante notare che nei bilanci di BREIT (e di molti REIT USA) il costo delle coperture risulta implicitamente incluso negli oneri finanziari: il conto economico non mostra una voce separata per premi di cap o differenziali pagati sugli swap, bensì riflette direttamente il minor interesse passivo netto risultante (BLUEVAULT, 2023). Ciò rende la disclosure meno immediata sul fronte dei costi delle coperture, ma le società integrano tale informazione nei commenti gestionali, dichiarando ad esempio la quota di debito coperta e l'impatto delle strategie di hedging sul costo del capitale. Dal punto di vista dei regolatori e degli investitori, l'uso estensivo di derivati da parte dei REIT USA è considerato un elemento di sana gestione: riducendo la volatilità dei flussi di cassa disponibili per i dividendi (ricordiamo che i REIT devono distribuire almeno il 90% degli utili), si protegge la capacità di pagamento dei dividendi stessi anche in scenari di tassi in crescita.

Anche in Europa e negli altri mercati maturi si registrano approcci analoghi. Nel Regno Unito, i REIT britannici spesso optano per tassi fissi intrinsecamente (ad esempio emettendo debito corporate a tasso fisso o stipulando mutui a tasso fisso), ma non mancano esempi di derivati: diversi REIT UK utilizzano interest rate swaption (opzioni su swap) o cap per coprirsi da rialzi oltre un certo livello, mantenendo una certa flessibilità al ribasso. In Germania e Francia, dove prevalgono i finanziamenti bancari a tasso

variabile anche per grandi operatori, l'uso di swap è standard: Deutsche Wohnen o Gecina, per citare gruppi noti, nei propri report annuali evidenziano percentuali di debito coperto vicine al 80-90%. Ad esempio, Gecina (SIIC francese) dichiarava nel 2022 di aver coperto circa l'85% del proprio debito contro il rischio tasso, combinando swap e cap, con una durata media delle coperture di circa 6 anni. Un caso peculiare è quello dei fondi aperti immobiliari tedeschi (Spezialfonds), rivolti a investitori istituzionali: questi fondi, pur avendo policy di investimento conservativa, fanno ricorso a derivati valutari oltre che di tasso, quando investono in immobili fuori dall'Eurozona (ad esempio coperture FX per investimenti in USD o GBP). Analogamente, i fondi paneuropei gestiti da asset manager globali (PGIM, AXA, BlackRock, ecc.) adottano currency swap e forward per neutralizzare il rischio cambio, e IRS per gestire il rischio tasso locale su mutui denominati in valute diverse (es. copertura del Libor/SONIA su finanziamenti UK). Pertanto, all'estero la palette di derivati utilizzati dai fondi immobiliari può essere più ampia – includendo cross-currency swap, derivati inflation-linked (qualora i canoni siano indicizzati e si voglia coprire anche il rischio inflazione) – ma l'obiettivo rimane analogo: migliorare il profilo rischio-rendimento proteggendo i margini dal rischio di mercato.

Una differenza importante tra Italia ed estero riguarda la flessibilità operativa: nei mercati anglosassoni i gestori hanno maggiore libertà di usare derivati anche con finalità di gestione attiva (ad esempio per modificare l'esposizione a duration, o per timing sul mercato dei tassi), purché dichiarato, mentre in Italia vige il principio della stretta strumentalità alle posizioni di rischio già in essere (hedging "semplice"). Ciò nonostante, le best practice convergono. Possiamo osservare che in tutti i principali mercati le società immobiliari di successo mantengono un'elevata percentuale di debito a tasso fisso o coperto: ad esempio, Prologis (leader mondiale negli immobili logistici) riporta oltre il 90% di debito a tasso fisso, Vonovia (residenziale tedesco) intorno all'80%, Simon Property Group (retail USA) oltre il 75%, etc. In definitiva, l'utilizzo di derivati nei REIT e fondi esteri è considerato uno strumento essenziale di gestione finanziaria, al pari della scelta oculata del mix di capitale proprio e di debito. Ciò garantisce che la redditività operativa degli immobili (misurata ad esempio dal NOI – Net Operating Income) non venga compromessa da oscillazioni dei tassi, stabilizzando i rendimenti per gli azionisti o quotisti.

### **3.4. ANALISI COMPARATA TRA FONDI CON E SENZA STRATEGIE DI HEDGING**

Un'analisi comparativa tra fondi che adottano strategie di hedging del rischio tasso e fondi che invece rimangono deliberatamente esposti ai tassi di interesse permette di valutarne l'impatto su performance e profilo di rischio. In linea teorica, un fondo senza hedging beneficia pienamente di eventuali ribassi dei tassi (riducendo il costo del debito e aumentando i flussi distribuibili), ma risulta vulnerabile ai rialzi improvvisi, che possono erodere significativamente i rendimenti e mettere a rischio gli equilibri finanziari. Al contrario, un fondo con hedging presenta una maggiore stabilità finanziaria: i costi per interessi sono più prevedibili nel tempo, sebbene possa rinunciare a parte dei benefici in caso di tassi in calo (pagando un tasso fisso o un premio derivato anche quando i tassi variabili sarebbero inferiori). La scelta di coprirsi o meno riflette spesso anche un orientamento diverso: più speculativo (o "direzionale") nel caso di chi non si copre, più prudentiale nel caso di chi adotta coperture.

Nella pratica, dall'osservazione dei dati empirici degli ultimi anni, emerge chiaramente che i fondi con strategie di hedging hanno conseguito risultati più omogenei e resilienti al variare del contesto dei tassi, mentre i fondi senza copertura hanno mostrato performance più volatili e divergenti a seconda dei cicli monetari. Una fotografia efficace di questa dinamica viene dal mercato statunitense: la Figura 3.1 illustra, per 44 REIT non quotati (dati Q1 2023), la relazione tra la percentuale di debito a tasso fisso (derivante dall'uso di derivati di copertura) e il tasso medio effettivo pagato sul debito. Si nota una chiara correlazione: all'aumentare della quota di debito coperto/fisso, il costo medio tende a diminuire, segno che i veicoli che hanno bloccato i tassi sono riusciti a garantirsi interessi più contenuti durante la fase di rialzo (BLUEVAULT, 2023). Questo conferma che le coperture, se attivate tempestivamente, creano valore proteggendo l'ente dal rincaro del costo del denaro (anche tenendo conto del costo up-front dei derivati). Al contrario, i fondi rimasti a tasso variabile hanno dovuto sopportare tassi medi più elevati in quel frangente, con impatti negativi sugli utili distribuibili.

**Tabella di confronto tra fondi con e senza strategie di hedging (BLUEVAULT, 2023)**

<b>Scenario di tassi</b>	Fondo con strategia di hedging	Fondo senza hedging
<b>Tassi in forte calo</b>	Costo del debito stabile ma superiore ai tassi di mercato; possibile fair value negativo dei derivati; elevata stabilità dei flussi di cassa.	Riduzione immediata degli oneri finanziari; aumento degli utili nel breve periodo; maggiore esposizione futura al rischio di rialzo.
<b>Tassi in forte rialzo</b>	Protezione contro l'aumento degli interessi; stabilità degli indicatori finanziari; possibile fair value positivo dei derivati.	Aumento significativo degli oneri finanziari; rischio di tensioni sui covenant; riduzione dei flussi distribuibili.
<b>Volatilità dei risultati</b>	Bassa volatilità degli utili; maggiore prevedibilità finanziaria; costi di copertura noti e pianificabili.	Alta volatilità degli utili; risultati fortemente dipendenti dal ciclo dei tassi; maggiore incertezza finanziaria.

Dalla comparazione sopra esposta e dalle evidenze empiriche si possono trarre alcune conclusioni. Primo, la protezione assicurata dall'hedging nei periodi avversi (tassi in aumento) risulta cruciale per preservare la redditività e la solvibilità dei fondi: i fondi coperti hanno attraversato la fase di rialzo post-2022 con impatti molto più contenuti sugli utili, mentre alcuni fondi non coperti hanno visto dimezzarsi (o peggio) i proventi distribuiti a causa dell'incremento degli interessi passivi (ECB,2023; BIS, 2023; NAREIT, 2023). Secondo, sul lungo periodo i fondi hedged mostrano rendimenti più stabili, che possono risultare preferibili per investitori istituzionali orientati al lungo termine (come fondi pensione, assicurazioni) ( Modigliani & Miller, 1958; Geltner et al.,

2014), mentre fondi unhedged possono avere rendimenti medi leggermente superiori in lunghi cicli di tassi calanti, ma a fronte di una volatilità maggiore e di potenziali perdite nei cicli opposti (Campbell et al., 2009; ECB, 2022). In altri termini, l'hedging riduce la *tail risk* negativa a fronte di un *cap* ai benefici in scenari estremamente positivi (Hull, 2018; Fabozzi, 2016). Terzo, è da notare che il mercato tende a premiare i gestori che adottano un approccio prudentiale: per esempio, analisi su fondi immobiliari quotati indicano che quelli con politiche di hedging trasparenti e solide ottengono generalmente rating di credito migliori e un costo del capitale inferiore, a beneficio anche degli investitori finali (Standard & Poor's, 2022; Moody's, 2023; Pagliari et al., 2020). Viceversa, un fondo esposto, pur potenzialmente redditizio in certe fasi, viene percepito come più rischioso; ciò può tradursi in uno sconto sul NAV più ampio nel caso di fondi quotati o in richieste di rendimento più elevate da parte dei sottoscrittori nei fondi riservati (Gyourko & Nelling, 1996; ECB, 2023). Infine, dal punto di vista gestionale interno, l'assenza di strategie di hedging richiede un monitoraggio continuo del contesto macroeconomico e l'assunzione di vere e proprie posizioni direzionali sui tassi di interesse (market timing), attività che esulano dal core business delle SGR immobiliari, tipicamente focalizzate sulla gestione operativa e valorizzazione degli asset reali (Geltner et al., 2014; Fabozzi & Shiller, 2020). L'adozione di coperture sistematiche consente invece di stabilizzare la gestione finanziaria, ridurre l'incertezza e concentrare le risorse manageriali sulla gestione immobiliare, spiegando perché, salvo rare eccezioni opportunistiche, la maggioranza dei gestori professionali in Italia e all'estero considera l'hedging un elemento standard della strategia finanziaria (Assogestioni, 2023; Assoimmobiliare, 2024).

### **3.5. CRITICITÀ OPERATIVE E DISCOLOSURE DELLE STRATEGIE NEI DOCUMENTI UFFICIALI**

Sebbene l'adozione di strategie di copertura sia considerata una best practice, esistono alcune criticità operative e sfide in termini di disclosure che meritano attenzione (Geltner et al., 2014; Fabozzi, 2016). Di seguito analizziamo gli aspetti problematici che possono

sorgere nell'implementazione pratica delle coperture e nel loro reporting nei documenti ufficiali di fondi e SGR.

Criticità operative nella gestione delle coperture: La prima sfida riguarda la struttura dei derivati stessi. Strumenti come gli IRS implicano impegni di lungo periodo con controparti bancarie: occorre gestire attentamente il rischio di controparte (se il derivato non è collateralizzato o central clearing non è applicabile) e prevedere le possibili clausole di break (Hull, 2018; BIS, 2023). Ad esempio, se un fondo immobiliare prevede di dismettere gli immobili e rimborsare anticipatamente il mutuo, dovrà anche chiudere anticipatamente l'IRS collegato, il che può comportare costi di breakage potenzialmente onerosi (una penale o un incasso, a seconda del segno del fair value del derivato al momento) (Fabozzi, 2016; ECB, 2022). Questo implica che la copertura va calibrata non solo in misura ma anche in scadenza: i gestori devono scegliere derivati con scadenze coerenti con l'orizzonte di investimento del fondo (Geltner et al., 2014). Strumenti come i Cap presentano un costo up-front (premio) spesso significativo, che richiede valutazione costo/beneficio; inoltre, un Cap protegge solo oltre la soglia strike, lasciando comunque un'esposizione residua sotto tale soglia (il che può essere accettabile o meno a seconda degli obiettivi) (Hull, 2018). Alcune SGR segnalano difficoltà nel mark-to-market dei derivati più complessi o poco liquidi: sebbene un plain vanilla IRS su Euribor sia facilmente prezzabile sul mercato, opzioni su tassi o derivati strutturati possono richiedere modelli valutativi interni e l'assunzione di parametri (volatilità implicite, etc.), introducendo elementi di soggettività e rischio modello (Hull, 2018; IFRS Foundation, 2021). Dal punto di vista organizzativo, implementare strategie di hedging richiede competenze specialistiche: non tutte le SGR di piccole dimensioni dispongono di un risk manager interno dedicato; spesso ci si affida alla banca finanziatrice o ad advisor esterni per strutturare la copertura. Ciò può generare un potenziale conflitto di interessi (la banca potrebbe proporre derivati costosi o non ottimali) (Banca d'Italia, 2015). In Italia, dopo alcune vicende passate di mis-selling di derivati a enti locali, le SGR sono molto caute e solitamente fanno ricorso a derivati standardizzati e trasparenti (come IRS plain vanilla o cap su indici di mercato) evitando strutture opache (Banca d'Italia, 2015; Assogestioni, 2023). Tuttavia, questa cautela può comportare un costo leggermente maggiore (ad esempio, un Cap con strike molto basso in periodi volatili può avere premio elevato) (ECB, 2023). Un'ulteriore criticità operativa è la gestione delle garanzie collaterali:

secondo la normativa EMIR, anche i fondi (essendo controparti non finanziarie al di sopra di certe soglie) devono scambiare margini di variazione per i derivati OTC standardizzati (European Commission, 2019). Ciò significa che se, ad esempio, un IRS va out of the money per il fondo (cioè a fair value negativo), la SGR deve poter fornire liquidità a garanzia (collateral) alla controparte bancaria. Questo assorbimento di liquidità va pianificato, per non trovarsi a dover liquidare asset in momenti inopportuni (BIS, 2023). Fortunatamente, molte SGR negoziano clausole di Threshold e Minimum Transfer Amount nei Credit Support Annex, in modo da ridurre la frequenza delle chiamate di margine; inoltre, se il derivato è stipulato con la stessa banca che eroga il mutuo, spesso il collateral può essere nettato o incluso nelle garanzie reali già esistenti sul finanziamento. Ciò nonostante, il tema rimane: la complessità operativa di monitorare e gestire queste componenti può essere significativa (ECB, 2022).

- **Aspetti di disclosure e trasparenza:** Sul fronte della comunicazione, i documenti ufficiali (bilanci, prospetti informativi, relazioni di gestione) devono fornire un quadro chiaro delle strategie di copertura, ma spesso il livello di dettaglio varia. Una criticità frequente è la difficoltà per l'investitore di discernere l'effetto netto delle coperture dai soli numeri di bilancio (Pagliari et al., 2020). Come evidenziato nel caso di BREIT, la società riportava un tasso medio netto grazie alle coperture, ma non scorporava il costo delle stesse (NAREIT, 2023). Allo stesso modo, nei fondi italiani chiusi, il risultato da derivati può essere confuso tra oneri finanziari e variazioni di fair value: è compito della nota integrativa spiegare, ad esempio, quanti bps di riduzione del tasso derivino dai derivati e quale sia stato l'onere up-front (spesso ammortizzato nei conti). Non tutte le relazioni sono ugualmente esplicite: alcune SGR si limitano a note sintetiche ("il fondo ha in essere contratti derivati a copertura del rischio tassi, in linea con la politica definita dal Regolamento di gestione"), mentre altre offrono tabelle dettagliate con l'elenco di ogni IRS/Cap, tassi, nozionali e scadenze. Evidentemente, una disclosure più ricca aiuta gli investitori a comprendere meglio il profilo di rischio residuo del fondo (Banca d'Italia, 2015). Ad esempio, un investitore istituzionale potrebbe voler sapere se il fondo è coperto anche oltre la durata residua dei mutui

(hedging forward) o solo fino alla prima reset date dei tassi. Inoltre, la presenza di derivati può influire su altri rischi: un IRS elimina il rischio di tasso ma introduce potenzialmente rischio di liquidità (margin call) o rischio di rifinanziamento (se il derivato scade prima del debito sottostante). Sarebbe buona norma che i documenti ufficiali discutano tali trade-off.

- Un altro aspetto di disclosure riguarda i **covenant e impegni formali**: spesso i contratti di finanziamento impongono al fondo di mantenere coperture su una certa percentuale di debito. Sarebbe auspicabile che le SGR indicassero chiaramente in bilancio se tali covenant di hedging sono rispettati e con che margine (ECB, 2023). Alcuni fondi lo fanno – ad esempio, indicando che “il livello di copertura del debito è pari all’80%, in linea con il requisito minimo del 70% previsto dal contratto di finanziamento” – ma in altri casi l’informazione va dedotta incrociando varie parti del rapporto. Per gli investitori retail (nel caso di fondi quotati), questo livello di tecnicismo può risultare ostico; pertanto, c’è margine per migliorare la chiarezza della comunicazione finanziaria sulle strategie di hedging (Pagliari et al., 2020).
- **Esperienze di carenze di disclosure**: Negli anni recenti non si sono registrati in Italia casi eclatanti di perdite da derivati in fondi immobiliari – segno che la gestione è stata generalmente corretta (Assogestioni, 2023). Tuttavia, a livello internazionale si possono citare episodi in cui una scarsa trasparenza ha generato sorpresa negli investitori. Ad esempio, alcuni REIT americani nel 2022 hanno dovuto sospendere i rimborsi agli investitori (nel caso di veicoli aperti) a causa di pressioni di liquidità: analisi successive hanno rivelato che, sebbene avessero coperto il rischio tasso, non avevano comunicato efficacemente il rischio di liquidità legato alle margin call su derivati. Quando i tassi sono saliti rapidamente, le richieste di collateral sui swap hanno drenato cassa. Se questa informazione fosse stata esplicitata chiaramente ex-ante (ad es. “per far fronte a possibili escursioni avverse dei tassi il fondo mantiene riserve di liquidità pari ad almeno

X, a copertura di potenziali margin call”), gli investitori avrebbero compreso meglio il trade-off. Questo esempio evidenzia come non basti fare hedging, ma occorre anche spiegarne le implicazioni (NAREIT, 2023; BIS, 2023).

- **Normativa sulla disclosure:** va ricordato che gli IFRS (in particolare l’IFRS 7 – Financial Instruments: Disclosures) richiedono alle entità che utilizzano strumenti finanziari di fornire informazioni qualitative e quantitative sui rischi finanziari e su come vengono gestiti. Ciò include la descrizione delle politiche di copertura, dei derivati in essere e dell’efficacia delle coperture. I fondi immobiliari italiani chiusi, pur non adottando gli IFRS (seguono gli schemi Banca d’Italia), aderiscono comunque a principi simili di trasparenza per allineamento alle best practice (IFRS Foundation, 2021). L’Assogestioni e l’Assoimmobiliare hanno emanato linee guida che incoraggiano le SGR a includere nel bilancio del fondo un paragrafo dedicato alla gestione dei rischi finanziari, con menzione esplicita dei derivati di copertura (tipologia, finalità, scadenze). Ad esempio, nel Monitor sulla Finanza immobiliare di Assoimmobiliare si sottolinea come sia buona prassi indicare se i derivati sono utilizzati per coprire rischi di tasso, di cambio o di inflazione e riportare l’eventuale fair value iscritto a bilancio (Assoimmobiliare, 2024).

Possibili miglioramenti e soluzioni: Alla luce delle criticità discusse, si possono suggerire alcuni miglioramenti nelle prassi operative e di disclosure. Primo, adottare politiche di hedging dinamico ma prudente, accompagnate da stress test interni: le SGR dovrebbero simulare scenari estremi (tassi molto alti, margin call significative) e comunicare nei comitati di investimento come tali rischi sono coperti o mitigati (ad esempio con linee di liquidità dedicate) (ECB, 2022; BIS, 2023). Secondo, nella documentazione ufficiale, introdurre indicatori chiave come: durata media delle coperture, percentuale di debito coperto, costo medio delle coperture, sensitività dell’utile a variazioni dei tassi residua dopo hedging. Queste metriche, presentate magari in forma tabellare, aiuterebbero i lettori

del bilancio ad avere un quadro immediato. Terzo, migliorare la standardizzazione delle note: attualmente ogni SGR adotta formule leggermente diverse per descrivere i derivati. Una standardizzazione (sul modello dei report anglosassoni) faciliterebbe confronti tra fondi. Infine, un aspetto spesso trascurato ma importante è la disclosure nei documenti di offerta (es. prospetti informativi per fondi quotati o documenti di collocamento per fondi riservati): in tali sedi andrebbe chiarito ex ante se la politica d'investimento prevede l'uso di derivati e in che limiti. Ciò evita incomprensioni e allinea le aspettative degli investitori sulla gestione del rischio (Assogestioni, 2023).

In conclusione, le strategie di copertura del rischio tasso rappresentano uno strumento fondamentale per i fondi immobiliari, sia in Italia sia all'estero, contribuendo in modo determinante alla stabilità finanziaria dei veicoli (Geltner et al., 2024). L'analisi empirica condotta in questo Capitolo ha evidenziato come i maggiori operatori (InvestiRE, DeA Capital, Kryalos) abbiano implementato con successo tali strategie, documentandole nei propri bilanci, e come nei mercati esteri le pratiche siano analoghe con un massiccio ricorso a IRS e derivati affini. La comparazione tra fondi hedged e unhedged ha mostrato i netti benefici in termini di mitigazione dei rischi, a fronte di costi relativamente contenuti se rapportati alla protezione offerta. Restano sfide operative e di trasparenza da gestire, ma possono essere affrontate tramite una combinazione di competenze specialistiche, pianificazione finanziaria e miglioramento continuo della disclosure. Nei Capitoli successivi, partendo da queste evidenze empiriche, si approfondirà come tali best practice di copertura possano essere ulteriormente ottimizzate e integrate nella gestione strategica dei portafogli immobiliari, alla luce anche dell'evoluzione normativa e di mercato post-2020.

## CAPITOLO 4

### SIMULAZIONE QUANTITATIVA DI SCENARI DI RISCHIO E COPERTURA

#### 4.1 Costruzione di un modello base di investimento immobiliare con leva

Un investimento immobiliare sfruttando la leva finanziaria può essere modellizzato stimando i flussi di cassa attesi dell'immobile e tenendo conto della struttura di finanziamento a debito. Il modello base prevede il calcolo dei ricavi netti derivanti dalla locazione ( NOI, Net Operating Income) sottraendo le spese operative e gli oneri finanziari dovuti sul debito, ottenendo in questo modo il flusso di cassa disponibile per l'investitore azionario di riferimento. L'uso della leva amplia il rendimento potenziale dell'equity: se il rendimento dell'attivo immobiliare supera il costo del debito, la leva aumenta il suo ritorno sul capitale proprio, al contrario un rendimento dell'immobile inferiore al tasso di interesse genera un impatto negativo (negative leverage) che può ridurre o, addirittura, azzerare i profitti per l'azionista. Ad esempio, un immobile acquistato interamente con mezzi propri che apprezza del 5% genera un rendimento del 5%; ma se lo stesso immobile è acquistato con un Loan-to-Value dell'80% (20% capitale, 80% debito) e il suo valore sale del 5%, l'aumento di valore relativo sul capitale investito può superare in alcuni casi il 20-25%, moltiplicando i guadagni per l'azionista (Worcester Investments, 2021). In ugual misura, i flussi di reddito annuali da locazione producono un ritorno percentuale molto maggiore sull'equity quando viene impiegato debito, dopo aver pagato gli interessi dovuti. È importante tenere in considerazione, tuttavia, che l'uso della leva finanziaria aumenta anche il rischio connesso: un aumento dei tassi d'interesse sul debito può trasformare un investimento da positivo a negativo in termini di flusso di cassa (Worcester Investments, 2021). Pertanto, nel modello di base è fondamentale effettuare delle ipotesi realistiche sul costo del debito (tasso variabile o fisso, spread bancario) e prevedere come questo possa incidere sul debt service (servizio del debito) e sul Debt Service Coverage Ratio (DSCR).

Dal punto di vista del metodo, il calcolo del Valore Attuale Netto (Net Present Value, NPV) dell'investimento immobiliare ottenuto utilizzando la leva finanziaria, richiede di attualizzare i flussi di cassa dell'equity (dopo il pagamento degli interessi) ad un tasso adeguato al rischio dell'operazione. Spesso si può utilizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC), oppure separare i flussi attribuibili al debito (da scontare al tasso del finanziamento) e quelli residui dell'equity (da scontare ad un tasso richiesto dall'investitore). Il NPV ci dà una misura del valore creato dall'investimento al netto del costo del capitale impiegato: un NPV positivo indica che l'operazione aggiunge valore per l'investitore, uno negativo segnala distruzione di valore. Oltre all'NPV, il modello base calcola anche l'Internal Rate of Return (IRR) dell'equity, che è il tasso di rendimento composto che eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa netti dell'azionista al capitale inizialmente investito. L'IRR ottenuto ricorrendo all'uso della leva finanziaria risulterà tipicamente più elevato dell'IRR ottenuto utilizzando il medesimo strumento (dell'immobile senza debito) nei casi di successo, ma può risultare molto più basso – anche negativo – in scenari avversi, data la sensibilità dell'investimento effettuato con leva finanziaria, alle variazioni dei tassi e del valore dell'immobile.

Nel costruire il modello, si assumono di norma ipotesi base case sui principali parametri macro e di mercato immobiliare: tasso di inflazione atteso (che incide sull'indicizzazione dei canoni di locazione), tasso di interesse a breve termine (se il finanziamento è a tasso variabile indicizzato, ad esempio all'Euribor), tasso di crescita dei canoni e dei valori immobiliari, tasso di vacanza (sfitto) e altre variabili rilevanti. Il modello genererà così uno scenario centrale di riferimento per i flussi di cassa annuali e per l'NPV/IRR. Su questo scenario base verranno poi innestate le analisi di sensibilità e simulazione di scenari "what-if" (cfr. sez. 4.2) per valutare l'impatto di condizioni macroeconomiche differenti dal caso base.

## 4.2 Simulazione di scenari macroeconomici (rialzo tassi, inflazione, shock finanziari)

Una volta stabilito il modello deterministico di riferimento, è adesso possibile effettuare una simulazione quantitativa di alcuni scenari macroeconomici che ci possono aiutare ad analizzare il comportamento dell'investimento immobiliare sotto varie condizioni di mercato. In particolare, si analizzeranno i seguenti casi:

- a) scenario di rialzo dei tassi di interesse;
- b) scenario di alta inflazione;
- c) scenario di shock finanziario con recessione e calo dei valori immobiliari.

Questi scenari riflettono i principali rischi macro identificati nei capitoli precedenti e permettono di valutare la resilienza del portafoglio immobiliare e l'efficacia delle eventuali coperture.

- **Scenario A – Rialzo dei tassi di interesse.** In questo scenario ipotizziamo un aumento rilevante dei tassi di interesse di mercato (es. +200 punti base sul tasso risk-free o sull'Euribor a 3 mesi). Questo incremento può essere dovuto a politiche monetarie restrittive delle banche centrali in risposta a pressioni inflazionistiche. Gli effetti sul modello immobiliare ottenuto ricorrendo all'uso della leva finanziaria sono diversi. Innanzitutto, aumenta il costo del debito: se il finanziamento è a tasso variabile, gli oneri finanziari annui aumentano proporzionalmente all'incremento dei tassi, riducendo il flusso di cassa netto per l'azionista e il DSCR. Ricorrendo ad un esempio, passando da un Euribor ~0% a un Euribor ~2% (ipotesi +2pp) il costo annuo degli interessi su un debito di 50 milioni € sale da circa 1 mln € a 2 mln €, assorbendo una quota molto maggiore del NOI e abbattendo l'utile che può essere distribuito. Dall'altro lato, aumentano i rendimenti immobiliari attesi (yield) sul mercato: tassi risk-free più alti implicano che gli investitori richiederanno rendimenti iniziali (cap rates) più elevati per gli immobili e questo fa abbassare i valori di mercato degli asset. In altri termini, il valore attuale dei flussi di cassa immobiliari diminuisce quando i tassi di sconto aumentano. Alcuni studi condotti evidenziano come i prezzi degli immobili reagiscono in modo significativo a shock sui tassi di interesse: ad

esempio, Schläpfer e Schnorf (2023) mostrano che un aumento di 250 bps dei tassi in un contesto di inflazione moderata può comportare un calo di circa il 15% nel valore dei property commerciali in un orizzonte quinquennale (Schläpfer & Schnorf, 2023). Inoltre, il rialzo dei tassi può ridurre la domanda di investimento immobiliare (capitale dirottato verso obbligazioni più redditizie), accentuando la pressione al ribasso sui prezzi. In sintesi, lo scenario di tassi in ascesa tende ad essere negativo per gli investimenti immobiliari levereggiati: diminuiscono i flussi di cassa netti (per maggior costo del debito) e calano i valori di rivendita degli immobili, peggiorando NPV e IRR per l'equity. Nel modello quantitativo, ciò si riflette in un drastico abbassamento del NPV rispetto allo scenario base e, in casi estremi, può portare l'NPV in territorio negativo segnalando distruzione di valore. La probabilità di breaching dei covenant finanziari (es. DSCR < 1) aumenta, indicando possibili difficoltà nel servizio del debito senza interventi (rifinanziamenti o nuove equity).

- **Scenario 2 – Aumento sostenuto dell'inflazione.** Questo scenario considera un contesto di inflazione generale elevata (es. inflazione annua al consumo > 4-5% per più anni). L'impatto dell'alta inflazione sul settore immobiliare è duplice e richiede un'analisi attenta. Da un lato l'immobiliare viene tradizionalmente considerato un parziale hedge contro l'inflazione, perché i canoni di locazione commerciali sono spesso indicizzati all'IPC o ad altri indici dei prezzi, e quindi i ricavi derivanti dagli affitti tendono a crescere con l'inflazione (Assoimmobiliare, 2024). Di conseguenza, entro certi limiti, un aumento dei prezzi si traduce in maggiori flussi di cassa operativi per il proprietario senza impattare in maniera negativa (in termini nominali) sul valore dell'investimento. Dall'altro lato, però, un'inflazione persistentemente alta innesca solitamente anche un aumento dei tassi di interesse nominali (per la risposta delle banche centrali) – riportandoci in parte allo scenario 1 – e soprattutto può avere effetti negativi sulla sostenibilità dei canoni per gli utilizzatori finali. Studi di settore suggeriscono che se l'inflazione supera di molto le aspettative, gli affitti indicizzati potrebbero crescere fino a livelli difficili da sostenere per i tenant, causando potenziali aumenti dei tassi di vacancy o pressioni per rinegoziare al ribasso i contratti. In

altre parole, l'inflazione protegge i ricavi immobiliari nel breve termine (grazie all'indicizzazione), ma un'inflazione troppo elevata e prolungata può ridurre la domanda di spazi in locazione e quindi penalizzare il settore nel medio termine (Assoimmobiliare, 2024). Nella simulazione effettuata, uno scenario di inflazione alta potrebbe includere anche un incremento dei costi operativi e di costruzione (energia, materie prime) che riduce la marginalità dell'investimento, nonché tassi d'interesse più elevati. Un esempio di scenario "stagflazionario" analizzato da Heitman (2022) combina inflazione elevata con crescita economica stagnante: in queste condizioni, pur godendo dell'indicizzazione dei contratti, il settore immobiliare vedrebbe aumentare la volatilità dei valori e dei flussi a causa dell'incertezza macro e del costo del denaro in salita. Nel nostro modello, lo scenario inflattivo presenta inizialmente NPV più robusti rispetto al solo rialzo tassi (grazie a NOI in crescita maggiore del previsto), ma occorre testare la tenuta in caso di inflazione estremamente elevata (>10%) in cui la capacità dei conduttori di assorbire gli aumenti viene meno. In definitiva, l'effetto dell'inflazione sull'investimento immobiliare effettuato ricorrendo all'uso della leva finanziaria dipende dall'equilibrio tra maggiori ricavi nominali e maggiori costi finanziari: ad inflazione moderata, l'NPV può addirittura aumentare rispetto al base case (rivalutazione immobiliare e canoni maggiori); ad inflazione molto alta, prevalgono gli effetti avversi attraverso i tassi e la domanda, con riduzione del valore reale dell'asset.

- **Scenario 3 – Shock finanziario e recessione.** Il terzo scenario effettua un'ipotesi su un evento di crisi finanziaria o economica inaspettata (ad esempio una recessione globale, crisi creditizia o evento sistemico tipo 2008) che impatta significativamente sia i mercati finanziari che l'economia reale. In un contesto simile, si potrebbe verificare una riduzione improvvisa dei valori immobiliari (es. -20%/-30% in un anno) dovuta ad una combinazione di aumento degli spread creditizi, vendita forzata di asset da parte di investitori in difficoltà e crollo della fiducia. Al contrario dello scenario 1, qui i tassi di interesse di riferimento potrebbero ridursi per effetto di politiche monetarie espansive di emergenza adottate (tipicamente nelle recessioni le banche centrali tagliano i tassi). Questo

potrebbe non tradursi in un miglioramento delle condizioni per l'investitore immobiliare: infatti il credit crunch può portare le banche ad alzare gli spread sui prestiti o a ridurre la liquidità disponibile, mentre la diminuzione dei tassi attivi potrebbe essere compensata da una situazione di default diffusi o difficoltà di rifinanziamento. Dal punto di vista dei flussi immobiliari, una recessione pesante porta solitamente ad aumento della vacancy, calo dei canoni (per minor domanda di spazi) e maggior rischio di insolvenza degli inquilini. Tutti questi fattori riducono i ricavi operativi e il valore degli immobili. Nel nostro modello, uno shock di questa portata farebbe contrarre nettamente i flussi di cassa (NOI in calo) e i valori terminali di rivendita. Anche se i tassi variabili scendono, l'investitore levereggiato in questa situazione potrebbe non trarne molto beneficio: se aveva contratto un debito a tasso variabile, pagherà meno interessi, ma questo vantaggio può essere insufficiente di fronte al crollo dei ricavi; se invece aveva contratto un tasso fisso, si troverà a pagare interessi relativamente alti nonostante il contesto di tassi bassi, aggravando la situazione (questo caso sarà mitigato dalle coperture come discusso in 4.3). In ogni caso l'NPV dell'investimento nello scenario di shock finanziario risulterebbe significativamente inferiore allo scenario base, potenzialmente molto negativo. La simulazione di questo scenario serve a valutare la tenuta finanziaria del progetto nella peggiore delle ipotesi: ad esempio, verificare se l'azienda avrebbe bisogno di iniezioni di liquidità per evitare il default (stress test del DSCR e del Loan-to-Value covenants) e quale sarebbe la perdita potenziale per l'investitore. Va sottolineato che, in assenza di coperture, uno shock severo può annullare i benefici della leva finanziaria ed esporre l'investitore immobiliare a perdite ingenti.

Dal confronto dei tre scenari, si ottiene un ventaglio di possibili risultati per l'investimento immobiliare ottenuto ricorrendo all'utilizzo dello strumento di leva finanziaria. Questo approccio di scenario analysis è fondamentale in ottica di risk management, in quanto permette di identificare quali sono i rischi più impattanti e di valutare l'utilità di strategie di mitigazione (hedging). Per esempio, se lo scenario di rialzo tassi risulta particolarmente penalizzante per NPV e flussi di cassa, ciò evidenzia l'importanza di proteggersi dal rischio di tasso di interesse. Allo stesso tempo, se uno

shock di mercato estremamente negativo porta a perdite elevate, l'investitore dovrà definire un contingency plan (es. livelli di stop-loss o limiti di esposizione) per questo caso specifico. Nel prossimo paragrafo analizziamo nel dettaglio come le strategie di copertura tramite derivati – in particolare Interest Rate Swap (IRS) e Inflation Swap – possano modificare gli esiti degli scenari sopra descritti, attenuando i rischi specifici di tasso e inflazione.

### **4.3 Valutazione dell'efficacia delle coperture con IRS e Inflation Swap**

Le simulazioni effettuate nel paragrafo precedente evidenziano che il rischio di tasso di interesse e, di meno, il rischio di inflazione sono tra i fattori chiave che influenzano la volatilità dei risultati di un investimento immobiliare con leva. Per gestire attivamente questi rischi, gli investitori fanno ricorso a strumenti derivati di copertura (hedging) come gli Interest Rate Swap (IRS) e, anche se meno diffusi, gli Inflation Swap. In questo paragrafo andremo a valutare come, e se, tali coperture possono ridurre la variabilità dei flussi di cassa e dell'NPV nei diversi scenari e quali siano i trade-off coinvolti.

#### **4.3.1. Interest Rate Swap (IRS) – copertura del rischio tasso.**

Un IRS è un contratto derivato attraverso cui l'investitore (paying fixed) scambia con una controparte finanziaria i pagamenti di interesse variabili sul proprio debito con pagamenti a tasso fisso predeterminato. In sostanza, attraverso uno swap floating-to-fixed il mutuatario immobiliare converte il proprio debito a tasso variabile in un debito sintetico a tasso fisso per la durata desiderata (De Rossi, 2022). L'effetto che si ottiene subito è quello di bloccare il costo del debito a un livello certo, eliminando il rischio di rialzi futuri dei tassi: il rendimento dell'operazione immobiliare sarà così determinato dalle caratteristiche dell'immobile (NOI, valore di mercato) e non dalle variazioni dei tassi di interesse di mercato. Questa certezza sul costo finanziario permette all'investitore di proteggere il proprio business plan: come notato da un primario investitore, “il rendimento dell'operazione deve dipendere dalla performance dell'immobile, non dalle oscillazioni dei tassi” (De Rossi, 2022). I fondi immobiliari italiani utilizzano, infatti, i derivati quasi esclusivamente con questo obiettivo: copertura del rischio di tasso

d'interesse sui finanziamenti in essere (Assoimmobiliare, 2024). Nell'ambito del nostro modello, inserire un IRS significa che negli scenari di rialzo tassi (Scenario 1) l'esborso per interessi rimane invariato rispetto allo scenario base, proteggendo i flussi di cassa e l'NPV dal deterioramento che si osservava in assenza di copertura. Ad esempio, riprendendo il caso precedente di un finanziamento indicizzato all'Euribor 3 mesi di 50 mln €, con uno swap si potrebbe fissare il tasso (Euribor + spread) al 2,8% fisso annuo, per esempio. In questo modo, se l'Euribor salisse al 3-4%, il fondo pagherebbe comunque solo il 2,8%, mentre senza swap avrebbe pagato il 5-6% (con conseguente erosione dell'utile). L'efficacia della copertura con IRS si misura in termini di riduzione della volatilità dei flussi di cassa finanziari: la variabilità degli esborsi per interessi è eliminata, migliorando la prevedibilità dei risultati (Maples Teesdale, 2017). Studi di monitoraggio mostrano che l'utilizzo dei derivati ha un impatto contenuto sul valore di bilancio (rappresentano in media il 2% degli attivi dei fondi) ma un impatto significativo sul profilo di rischio: nella XXI rilevazione del Monitor Finanza Immobiliare (Assoimmobiliare, 2024), tutte le SGR intervistate dichiarano di usare swap o strumenti simili esclusivamente a scopo di copertura del tasso variabile, a testimonianza dell'importanza di neutralizzare questo rischio (Assoimmobiliare, 2024).

È, però, necessario evidenziare i costi e i limiti legati all'utilizzo di un IRS. A differenza di un'opzione, uno swap non prevede un premio upfront (di norma), ma comporta l'impegno a pagare il tasso fisso anche se i tassi di mercato scendono al di sotto di esso. In scenari come lo Shock finanziario (Scenario 3), dove i tassi crollano, il fondo con IRS si trova bloccato a pagare un interesse più alto di quello di mercato: questo implica la presenza di un costo opportunità perché non beneficia del calo dei tassi (Maples Teesdale, 2017). In più, se per qualsiasi motivo l'investitore decidesse di vendere l'immobile o rimborsare anticipatamente il debito, lo swap deve essere chiuso anticipatamente (unwinding): in questo caso, potrebbe esserci un costo di breakage elevato se i tassi, nel frattempo, sono diminuiti (il derivato avrebbe un mark-to-market negativo per il mutuatario). Questi aspetti indicano che l'IRS fornisce sì protezione totale contro i rialzi (beneficio), ma al prezzo di rinunciare ai benefici di eventuali ribassi dei tassi e con minore flessibilità in caso di uscita anticipata dall'investimento (costo). Nonostante ciò, per la maggioranza degli investitori istituzionali l'obiettivo primario è mitigare il rischio

di rialzo, giacché un aumento dei tassi non coperto può “distruggere centinaia di milioni di valore” (per citare il caso di Origin Investments; Scherer, 2023) mentre un ribasso dei tassi non coperto comporta solo un mancato guadagno addizionale. Quindi, la scelta strategica spesso ricade sull’IRS per mutui a tasso variabile, soprattutto in fasi di tassi molto bassi (in cui c’è asimmetria: più probabilità di salire che di scendere ulteriormente). Un esempio concreto è fornito dal Fondo immobiliare Antirion Global - Comparto Core, che, a fine 2021, ha sottoscritto un IRS con Bayerische Landesbank per coprire integralmente il rischio tasso su un finanziamento variabile di €60 milioni contratto dal fondo, fissando così il costo del debito al 2,819% annuo fino al 2026 (ENPAM, 2022). Grazie a questa copertura, alla data del 30/06/2022, in un contesto di tassi Euribor in forte rialzo, lo strumento derivato risultava avere un fair value positivo di circa €5 milioni per il fondo, indicando che l’IRS ha efficacemente protetto la posizione del fondo e anzi generato un guadagno latente compensativo dell’aumento dei tassi (ENPAM, 2022).

#### **4.3.2 Inflation Swap – copertura del rischio inflazione.**

L’utilizzo di questo strumento è meno usuale, ma in teoria utilizzabile: è la copertura del rischio di inflazione tramite derivati inflation-linked. Un Inflation Swap è un contratto in cui una parte paga un tasso fisso (fissando anticipatamente l’inflazione attesa) e riceve come contropartita un tasso variabile agganciato all’inflazione effettiva realizzata (ad esempio l’indice FOI ex-Tabacchi in Italia, o l’HICP europeo). In questo modo, l’investitore può scambiare la variabilità dell’inflazione realizzata con la certezza di un tasso d’inflazione fisso. Applicato al settore del real estate, uno scenario in cui potrebbe rivelarsi utile è quello in cui il proprietario teme un’inflazione inferiore alle attese (o addirittura deflazione) che ridurrebbe la crescita dei canoni indicizzati: stipulando un inflation swap in cui paga un tasso fisso (es. 2% annuo) e riceve l’inflazione reale, il fondo si protegge dal rischio di inflazione troppo bassa. Se, infatti, l’inflazione effettiva scendesse, la gamba ricevuta (inflazione) sarebbe minore del 2% pagato, ma il fondo incasserebbe comunque la differenza (ricevendo il fisso 2%) compensando i minori adeguamenti sui canoni; viceversa, in caso di inflazione molto elevata, il fondo pagherebbe la differenza al swap provider, ma ciò sarebbe sostenibile perché i canoni sarebbero saliti più del 2% e l’investitore immobiliare avrebbe beneficiato maggiormente dal lato operativo. Riassumendo, l’inflation swap dà la possibilità di stabilizzare i flussi legati all’inflazione, eliminando gli estremi sia al ribasso che al rialzo rispetto a un certo

livello atteso. Questo strumento è stato proposto soprattutto in ottica di asset-liability management: ad esempio, può essere utile per fondi pensione immobiliari che abbiano uscite indicizzate all'inflazione e vogliano immunizzare il portafoglio (Banca d'Italia, 2023). In letteratura, Tan (2025) mostra come gli inflation swap sono sensibili solo alle aspettative di inflazione e non ai tassi reali, a differenza di altri strumenti come i titoli indicizzati (TIPS), risultando quindi un hedge "puro" dell'inflazione attesa (Tan, 2025). Negli ultimi anni, strategie ricorrenti di investimento in inflation swap hanno mostrato rendimenti più consistenti e a minor volatilità rispetto ai portafogli di titoli indicizzati, soprattutto in fasi di rialzo dei tassi reali. Guardando al nostro modello, l'effetto di un'inflation swap si manifesterebbe principalmente nello Scenario 2 (alta inflazione): se l'inflazione sale oltre la soglia fissata, il derivato paga al fondo la differenza (riducendo il beneficio extra che l'immobile avrebbe avuto da canoni più alti, ma sterilizzando il rischio di iper-inflazione); se l'inflazione scende sotto il fissato, il fondo riceve un pagamento compensativo che mitiga l'erosione dei ricavi da locazione. In pratica, un inflation swap agisce come overlay macro: può ridurre la variabilità dei ricavi netti dell'investitore al variare dell'inflazione, rendendo i flussi più prevedibili in termini reali.

In Italia, l'utilizzo di inflation swap da parte dei fondi immobiliari risulta molto raro, sia perché, come visto, l'immobiliare possiede già in sé un meccanismo di copertura naturale dell'inflazione tramite l'indicizzazione dei contratti (Assoimmobiliare, 2024), sia perché finora l'inflazione è stata relativamente bassa e stabile per lungo tempo. L'idea di un'inflation swap diventa attuale in un contesto di volatilità inflazionistica: investitori più sofisticati potrebbero valutare tali strumenti per proteggersi da scenari di inflazione eccezionalmente bassa o alta rispetto alle previsioni incorporate nei progetti. Anche alcune gestioni patrimoniali pubbliche considerano l'uso di inflation swap: il Dipartimento del Tesoro italiano, ad esempio, ha menzionato la possibilità di usare nuovi inflation swap per coprire il rischio d'inflazione associato a emissioni di debito a lungo termine (MEF, 2023). Tutto questo indica che, sebbene meno utilizzata, la copertura via derivati dell'inflazione è tecnicamente attuabile e trova spazio quando si vogliono isolare le sole aspettative di inflazione, separandole dal rischio tasso. Nel nostro modello, l'inclusione di un inflation swap ridurrebbe la "pancia" inflattiva dei risultati: il caso senza copertura potrebbe mostrare esiti molto diversi tra inflazione al 1% vs 5%; col

derivato questi esiti verrebbero in parte uniformati. Di contro, bisogna considerare i costi: normalmente l'inflation swap come uno swap tasso non richiede premi iniziali, ma viene prezzato sul breakeven inflation atteso e include lo spread dell'intermediario; se l'inflazione segue esattamente le attese il derivato non genera payoff, se devia produce vincitori e perdenti. In ogni caso, per molti fondi immobiliari la priorità resta il rischio di tasso, mentre l'inflazione – entro limiti ragionevoli – è vista più come opportunità che come minaccia (a conferma di ciò, nessun fondo del campione Assoimmobiliare 2024 ha dichiarato utilizzo di derivati su inflazione, mentre quasi tutti coprono il tasso variabile).

Concludendo l'analisi, la valutazione dell'efficacia delle coperture con IRS e Inflation Swap sui nostri scenari ci permette di trarre le seguenti considerazioni:

- Nel rialzo tassi (Scenario 1): la presenza di IRS fa una differenza enorme, trasformando un potenziale forte calo di NPV in una situazione gestibile. L'NPV e i flussi dell'equity rimangono vicini al caso base anziché crollare, al costo però di rinunciare a eventuali benefici se i tassi fossero scesi.
- Nell'alta inflazione (Scenario 2): l'IRS aiuta comunque (perché i tassi salirebbero con l'inflazione), mentre l'inflation swap agisce da ulteriore stabilizzatore: con alta inflazione l'IRS protegge dal tasso, l'inflation swap limiterebbe gli extra profitti da inflazione elevata ma anche le perdite se l'inflazione si spegnesse improvvisamente sotto le attese. Il risultato è un profilo di NPV più stabile attorno al valore atteso.
- Nello shock finanziario (Scenario 3): qui l'IRS risulta penalizzante (l'investitore paga un tasso fisso mentre i tassi di mercato crollano), il che aggrava leggermente la perdita di NPV rispetto al caso senza copertura – in pratica l'hedge di tasso in questo scenario è un costo aggiuntivo. L'inflation swap in scenario di deflazione offrirebbe un beneficio (pagando il fondo per l'inflazione più bassa del previsto), ma sarebbe poca cosa rispetto al crollo di valori e NOI dovuto alla recessione. Dunque, nello scenario peggiore (shock), le coperture sui tassi/inflazione non possono evitare un NPV fortemente negativo, anche se un IRS potrebbe evitare il

default assicurando che il costo del debito non ecceda la capacità di pagamento (importante per la sopravvivenza nel periodo di crisi).

#### **4.4 Analisi del Net Present Value (NPV), del cash flow e della volatilità residua**

Per valutare in maniera corretta quale sia l'impatto delle coperture sui risultati dell'investimento, è necessario prendere in considerazione ed analizzare gli indicatori chiave (NPV, IRR, cash flow annuali) con e senza hedging e, allo stesso tempo, stimare la volatilità residua dopo l'implementazione delle strategie di copertura. Idealmente, questo si traduce nell'elaborazione di distribuzioni probabilistiche o range di valori per gli output finanziari, alla luce dei diversi scenari considerati (Geltner et al., 2014; Hull, 2018).

Dal confronto precedente si evince in maniera chiara che l'NPV atteso dell'operazione immobiliare può variare significativamente a seconda della strategia di copertura adottata. Senza coperture, l'NPV è molto alto nello scenario di tassi bassi/invariati, ma subisce un downside notevole nello scenario avverso di rialzo tassi. Con l'IRS, l'NPV diventa più stabile: la curva di NPV in funzione dei tassi si appiattisce, riducendo il downside risk a fronte di un upside limitato (in pratica l'NPV risulta inferiore in media nello scenario ottimistico di tassi in calo, ma enormemente superiore nello scenario pessimistico di tassi in rialzo) (Fabozzi, 2016; Geltner et al., 2014). Questa riduzione dell'asimmetria negativa è, in via generale, auspicabile per un investitore prudente. In termini quantitativi, potremmo procedere alla misurazione della volatilità (deviazione standard) dell'NPV su un insieme di scenari o simulazioni Monte Carlo: l'adozione di coperture dovrebbe ridurre questa volatilità. Ad esempio, ipotizzando di assegnare probabilità ai vari scenari macro, il NPV medio potrebbe variare di poco con vs senza hedge (perché l'IRS è neutro in media se i tassi attesi sono uguali al fisso, e l'inflation swap pure), ma la deviazione standard dell'NPV potrebbe diminuire in maniera drastica, segnalando un output finanziario più certo (Hull, 2018; Pagliari, 2021).

Sul lato del cash flow operativo annuo, l'IRS elimina la variabilità dovuta ai tassi di interesse: questo implica che il cash flow to equity anno per anno sarà meno volatile e più

prevedibile. Anche qui è utile un indicatore come la volatilità dei cash flow annuali o il minimo cash flow nello scenario peggiore: con IRS il minimo atteso in scenario di tassi alti sarà molto superiore rispetto al caso senza hedging (preservando magari un cash flow positivo anziché negativo). Questo è cruciale per i fondi immobiliari che distribuiscono periodicamente cedole ai quotisti: la stabilizzazione dei flussi finanziari evita improvvise interruzioni dei pagamenti agli investitori dovute a shock dei tassi (Maples Teesdale, 2017).

La volatilità residua dopo le coperture è quella dovuta ai fattori di rischio non eliminati. Un IRS copre il rischio di tasso, ma lascia esposto l'investitore al rischio di variazione dei valori immobiliari e dei NOI (rischio di mercato immobiliare puro) e in parte al rischio creditizio dei tenant. Questi fattori – andamento del mercato immobiliare, vacanze, insolvenze – costituiscono la fonte principale di volatilità residua (Geltner et al., 2014; ECB, 2022). Anche con uno swap, se il mercato immobiliare crolla del 30%, il fondo andrà incontro a perdite importanti. Come discusso all'interno dell'elaborato, alcuni strumenti derivati potrebbero, in linea teorica, coprire anche il rischio di valore (es. derivati collegati a indici immobiliari): infatti, si nota l'esistenza di derivati con sottostante immobiliare utilizzati da diversi fondi per coprirsi dal rischio di deprezzamento di specifici asset sul lungo termine (Assoimmobiliare, 2024). Si tratta però di casi limitati, in quanto il mercato dei derivati immobiliari (come i futures sull'indice IPD) non è molto liquido né ampio in Italia (Assoimmobiliare, 2024).

In questo modo, la volatilità residua per un portafoglio immobiliare coperto con IRS riguarderà principalmente l'incertezza sui fondamentali immobiliari. Quella per un portafoglio coperto anche con inflation swap sarà ulteriormente ridotta sul fronte macro (inflazione e tassi entrambi mitigati), lasciando come rischi residui soprattutto: variazioni reali della domanda/offerta immobiliare, shock specifici (es. tecnologici o pandemici) che colpiscono gli immobili, e rischio controparte dei derivati stessi (in misura marginale, se ben gestito con collaterali e controparti solide) (Hull, 2018; BIS, 2023).

I risultati ottenuti attraverso l'analisi quantitativa condotta possono essere così sintetizzati:

- **NPV/IRR:** le coperture tendono ad alzare il minimo e ridurre la dispersione di questi indicatori. L'IRR azionario senza hedge potrebbe andare incontro ad oscillazioni, ad esempio, fra -5% (scenario pessimo) e +20% (scenario ottimo); con hedge magari tra +2% (pessimo) e +15% (ottimo). Il range si stringe, il che da un punto di vista risk-adjusted può essere preferibile. Un investitore può valutare il probability-weighted IRR o altre metriche come il Value at Risk (VaR) dell'NPV a un certo livello di confidenza: con hedging, il VaR al 5% (perdita nella coda peggiore) migliora significativamente, indicando minore probabilità di esiti disastrosi (Hull, 2018; Markowitz, 1952).
  
- **Cash flow annuali:** la stabilizzazione è netta sul lato finanziario (interest outflows). Quindi, il cash flow operativo al netto del debt service diviene principalmente funzione delle variazioni di NOI. Per esempio, se senza hedge il cash flow poteva variare del più o meno 30% anno su anno con le oscillazioni dei tassi, con hedge può variare di solo di più o meno 5% riflettendo quello che è l'andamento dei canoni e vacanze (Pagliari, 2021; Maples Teesdale, 2017). Tutto questo facilita anche la pianificazione di gestione e la distribuzione dei proventi ai soci.
  
- **Volatilità residua:** resta dominata dal rischio immobiliare. Questo significa che, tolto il rischio tassi/inflazione, per migliorare ulteriormente la stabilità si dovrebbe agire su diversificazione immobiliare (asset class, geografia, qualità degli inquilini) e su eventuali assicurazioni (ad es. polizze per perdita di affitto, garanzie sui tenant) (Geltner et al., 2014; Assoimmobiliare, 2024). In altri termini, l'hedging finanziario risolve i rischi di mercato finanziario, ma non risolve i rischi operativi del real estate.

Concludendo, l'analisi quantitativa mostra che l'uso di strumenti di copertura riduce la volatilità degli output finanziari del progetto immobiliare e garantisce protezione, in particolare, dal rischio di coda (tail risk) di scenari macroeconomici sfavorevoli (Hull, 2018; ECB, 2022). La maggiore certezza che si ottiene ha un valore intrinseco per

l'investitore, sebbene abbia anche un costo (opportunità) come già discusso in precedenza. L'ultimo passo di questo elaborato sarà tradurre questi risultati in una strategia decisionale ottimale di hedging e quindi andare a definire come e quando un investitore dovrebbe coprirsi e in che misura, per rendere massimo il proprio rapporto rischio/rendimento.

#### **4.5 PROPOSTA DI MODELLO DECISIONALE PER STRATEGIE DI HEDGING OTTIMALI**

Sulla base delle analisi svolte, è possibile definire un esempio di modello decisionale strutturato per la definizione di strategie di hedging ottimali nel contesto di un fondo o di un investimento immobiliare. L'obiettivo del modello è quello di aiutare il decision-maker (gestore del fondo o CFO della società immobiliare) a rispondere ad alcune domande chiave:

- Dovrei coprire il rischio tassi e/o inflazione?
- Con quali strumenti?
- In che percentuale e per quale durata?

Queste decisioni dovrebbero riflettere da un lato le caratteristiche intrinseche dell'operazione immobiliare e, dall'altro, le aspettative macroeconomiche e la propensione al rischio dell'investitore (Geltner et al., 2014; Pagliari, 2021).

Dalla letteratura inerente al settore immobiliare e dalle best practice utilizzate nel corso degli anni vengono fuori alcuni elementi fondamentali da inserire in un modello decisionale di hedging (Maples Teesdale, 2017; Chatham Financial, 2022):

1. **Valutazione dell'esposizione al rischio.** Innanzitutto, si deve quantificare l'esposizione del portafoglio in riferimento ai fattori di rischio. Per esempio, qual è l'ammontare di debito a tasso variabile in essere? Quale, invece, l'incidenza dei contratti di locazione non indicizzati o con tetti all'indicizzazione? Qual è l'orizzonte temporale dell'investimento (holding period) durante il quale l'esposizione persiste? Sulla base di questa analisi si va a determinare la strategia:

un fondo con tutto debito variabile avrà un'esposizione alta al rischio tassi mentre uno con debito già in parte a tasso fisso o con scadenza ravvicinata avrà un profilo diverso (Geltner et al., 2014; ECB, 2022).

2. **Analisi di scenario e definizione di obiettivi.** Il decisore dovrebbe considerare diversi scenari macroeconomici (come fatto nel paragrafo 4.2) e, di conseguenza, valutare l'impatto sull'investimento in assenza di coperture. Questo aiuta ad identificare i rischi più critici. Parallelamente, vanno chiariti quali sono gli obiettivi di gestione del rischio: ad esempio, mantenere il DSCR sopra 1.2 in qualsiasi scenario, evitare perdite in conto capitale superiori al 10%, garantire una distribuzione cedolare minima ai quotisti, ecc. A seconda degli obiettivi individuati si generano vincoli e criteri per progettare l'hedging ottimale (Hull, 2018; Pagliari, 2021). Ad esempio, se l'obiettivo è stabilizzare i flussi per pagare cedole costanti, l'hedging sarà più aggressivo sul rischio tasso; se l'obiettivo è massimizzare l'IRR atteso accettando volatilità, si potrebbe propendere per meno coperture (Markowitz, 1952).
3. **Scelta degli strumenti di copertura.** In base ai rischi da coprire e agli obiettivi, vanno, poi, selezionati gli strumenti più appropriati per l'attuazione della strategia. Come analizzato nei paragrafi precedenti, le opzioni principali per il rischio di tasso sono:
  - Interest Rate Swap: un IRS conviene se la priorità è assicurarsi un costo fisso del debito e l'investitore è disposto a sacrificare benefici da ribassi futuri (Maples Teesdale, 2017).
  - Interest Rate Cap: ). Un Interest Rate Cap (opzione cap) può essere preferito se si vuole protezione dai rialzi ma mantenere l'opportunità di beneficiare dei tassi bassi: ad esempio, molti finanziatori richiedono un cap quando il debito ha tasso variabile, che garantisca un tetto massimo ai pagamenti (De Rossi, 2022; Chatham Financial, 2022). Il cap ha un costo upfront (premio) che va bilanciato con la peace of mind che offre; è spesso scelto quando i tassi attesi non sono altissimi ma si teme uno spike improvviso (Hull, 2018)

- Collar: il Collar combina un cap e un floor: può essere stipulato a costo nullo imponendo un intervallo di oscillazione dei tassi. Questa struttura è utile quando si hanno viste precise sui livelli min/max sopportabili (Fabozzi, 2016).

Per il rischio inflazione, lo swap inflazionario è l'unico strumento dedicato, eventualmente affiancato da strategie di allocazione reale (es. acquistare TIPS o immobili aggiuntivi come hedge naturale) (Banca d'Italia, 2023; Tan, 2025). Nel modello decisionale, la scelta dello strumento deve tenere in considerazione anche alcuni aspetti pratici come la flessibilità e la durata dell'investimento. Se si prevede di vendere l'immobile in 3 anni, fare uno swap decennale al 100% del debito sarebbe sub-ottimale (potenziali costi di rottura elevati in caso di exit anticipata) (Hull, 2018). In tal caso, un cap triennale o uno swap di breve termine potrebbe essere più appropriato. Il modello quindi richiede di abbinare strumenti alle esigenze temporali e di scenario.

4. **Determinazione dell'hedge ratio e della durata.** Un aspetto sicuramente determinante è decidere la percentuale dell'esposizione da coprire (hedge ratio) e la durata della copertura. La situazione ottimale, teoricamente, viene raggiunta quando il margine di costo marginale dell'hedging eguaglia il beneficio marginale in termini di riduzione del rischio (Hull, 2018). In sostanza, questo richiede considerazioni sia quantitative che qualitative. Molti finanziatori impongono una copertura minima, spesso tra il 50% e il 100% del debito, come condizione del prestito (Maples Teesdale, 2017). Il fondo, però, dovrebbe anche ragionare in autonomia: se, ad esempio, il business plan prevede di ridurre il debito del 30% entro 3 anni con vendite di asset, potrebbe non avere senso coprire il 100% dell'esposizione per l'intera durata (si rischia di sovra-hedgiare e dover chiudere anticipatamente derivati per la quota di debito rimborsata, pagando penali inutili) (Fabozzi, 2016). Un approccio ottimale è allineare l'hedge ratio al profilo di indebitamento atteso nel tempo: per esempio, coprire l'80% del debito per i primi 3 anni per poi scalare a 50% man mano che si prevede di rimborsare una parte, ecc. (Pagliari, 2021). La durata del hedge (tenor) va scelta analizzando l'orizzonte di rischio e la curva a termine dei tassi: molto spesso, coprire per l'intera durata residua del finanziamento mette al riparo da ogni rischio tasso, ma potrebbe

rivelarsi costoso se la curva è molto inclinata (tassi a termine alti) e se l'intenzione è uscire prima (ECB, 2022). Si possono valutare hedge parziali o rollanti: ad esempio, coprire con swap a 3 anni e poi rivalutare la situazione per eventuale estensione. In definitiva, l'ottimizzazione quantitativa può essere fatta simulando diversi hedge ratio (0%, 50%, 100%) e calcolando metriche come l'NPV medio, il VaR dell'NPV, ecc., scegliendo quello che offre il miglior compromesso rischio/rendimento atteso (Hull, 2018). In parallelo, va tenuto conto della tolleranza al rischio soggettiva: se il mandato del fondo è conservativo, anche senza analisi sofisticate si tenderà a coprire una quota alta (70-100%) per evitare sorprese; se il mandato è opportunistico, si potrà coprire meno, accettando volatilità in cambio di risparmiare costi (Scherer, 2023).

5. **Esecuzione e monitoraggio:** una volta deciso se, cosa e quanto coprire, il modello decisionale prevede l'implementazione pratica e il monitoraggio continuo. L'implementazione ottimale implica ricercare le migliori condizioni di mercato per stipulare i derivati (ad esempio, confrontare più banche per ottenere lo swap al minor spread possibile). Maples Teesdale (2017) sottolinea l'importanza di competere le banche per ridurre il costo implicito dello hedge: anche pochi basis point di differenza sul tasso fisso di uno swap su importi elevati possono significare milioni risparmiati. Inoltre, occorre definire policy per il monitoraggio: verificare periodicamente l'efficacia delle coperture (test di efficacia se contabilità hedge accounting, ma anche più informalmente controllare l'impatto sul NAV del fondo) (IFRS Foundation, 2021). Se il contesto muta radicalmente (es. improvvisa inversione di politica monetaria), il modello dovrebbe prevedere una revisione della strategia di hedging (ECB, 2022). Ad esempio, nel 2020 molti investitori che avevano hedge calibrati su tassi in lieve rialzo si sono trovati con tassi a zero e swap passivi: alcuni hanno deciso di mantenere comunque le coperture per disciplina, altri hanno colto l'occasione per chiudere in anticipo gli swap a costi contenuti (Maples Teesdale, 2017). Un modello decisionale robusto include indicatori di trigger per riconsiderare l'hedging: ad esempio, se il mark-to-market di uno swap supera una certa soglia di perdita/utile, o se lo scenario di base del

fondo cambia (nuove acquisizioni, variazione LTV, ecc.), allora riesaminare la copertura (Hull, 2018).

In breve, la strategia di hedging ottimale non è statica né uguale per tutti, ma è il risultato di un processo decisionale che parte dall'analisi dei rischi specifici e, tramite valutazioni quantitative e di buon senso gestionale, giunge a una configurazione di coperture che minimizza i rischi non desiderati entro i vincoli di costo e flessibilità (Geltner et al., 2014; Pagliari, 2021). Il processo decisionale in questione può essere rappresentato in forma di flow chart:

- a) **Step 1:** Mappare esposizioni (tasso variabile? quanto a lungo? inflazione? ecc.) (Geltner et al., 2014)
- b) **Step 2:** Definire obiettivi di risk management (es. proteggere CF, evitare default, ecc.) (Hull, 2018)
- c) **Step 3:** Generare scenari macro (base, worst, best) e misurare impatto sul portafoglio senza hedge. Identificare i rischi critici da mitigare (ECB, 2022)
- d) **Step 4:** Valutare strumenti disponibili per mitigare ciascun rischio critico. Per ogni strumento, valutare pro/contro (costo opportunità, flessibilità) (Maples Teesdale, 2017; Fabozzi, 2016)
- e) **Step 5:** Determinare hedge ratio ottimale e durata, bilanciando riduzione rischio vs costi. Coinvolgere anche requisiti eventuali del lender (ad es. banca richiede  $\geq 50\%$  coperto) (Maples Teesdale, 2017)
- f) **Step 6:** Implementare la strategia scelta negoziando con controparti finanziarie condizioni efficienti (Chatham Financial, 2022)

- g) **Step 7:** Monitorare nel tempo l'efficacia e adeguatezza: se condizioni cambiano, adattare l'hedging (es. ridurre copertura se debito scende, chiudere swap se investimento venduto prima, ecc.) (Hull, 2018)

Attraverso il modello descritto, il gestore immobiliare o del fondo può prendere decisioni informate e documentate sulla copertura, migliorando la resilienza finanziaria del fondo immobiliare. Un caso esemplare è fornito ancora da Origin Investments: la loro scelta di coprirsi con swaptions e forward swap prima del ciclo restrittivo del 2022 ha seguito un preciso processo decisionale interno basato su aspettative di inflazione in aumento e sul dovere fiduciario di proteggere il capitale degli investitori (Scherer, 2023). I risultati sono stati positivi – con oltre 40 milioni di dollari di guadagni dai derivati utilizzabili per compensare gli extra-costi di interesse, confermando l'importanza di una gestione attiva del rischio. Sono presenti, d'altro canto, storie di controversie legali nel Regno Unito che hanno insegnato ai borrower quanto fosse importante comprendere le implicazioni delle coperture: tanti casi post-2008 hanno visto piccole società immobiliare lamentare vendite inadeguate di IRS che hanno generato grandi perdite quando i tassi sono crollati (Maples Teesdale, 2017). Questo evidenzia che il modello decisionale ottimale deve anche tener conto del worst-case del derivato stesso, assicurando che la strategia di copertura sia calibrata sulle necessità e non eccessiva (hedging over-hedging).

In conclusione, l'hedging ottimale è quello che massimizza la probabilità di successo dell'operazione immobiliare nel ventaglio di scenari, riducendo al minimo i rischi esistenziali (default del progetto, perdite catastrofiche) con un costo accettabile in termini di rinuncia a parte dei guadagni in scenari favorevoli. Questo equilibrio è il risultato di un processo decisionale rigoroso e della capacità del gestore di aggiornare continuamente le proprie strategie alla luce dell'evoluzione del mercato finanziario e immobiliare.

## CAPITOLO 5

### CONCLUSIONI E IMPLICAZIONI OPERATIVE

#### 5.1 SINTESI DEI RISULTATI TEORICI ED EMPIRICI

In tutta l'analisi effettuata all'interno del presente elaborato, sono stati esaminati nel dettaglio quali sono i rischi caratteristici dei fondi di investimento immobiliare e le strategie per la loro gestione e mitigazione. Sotto l'aspetto teorico, si è osservato come il real estate presenti rischi specifici come la volatilità dei valori immobiliari, il rischio di vacanza e inadempienza dei conduttori, la scarsa liquidità degli asset, il rischio di leva finanziaria e l'esposizione ai cicli economici, che richiedono un approccio di risk management integrato. Una gestione efficace e proattiva di tali rischi è considerata essenziale non solo per adempiere a obblighi normativi, ma anche, e soprattutto, come leva di vantaggio competitivo per le società di gestione del risparmio (SGR) che amministrano fondi immobiliari (Giannotti, 2010). In particolare, un ampio filone di studi sottolinea l'importanza della diversificazione del portafoglio immobiliare e dell'hedging finanziario nel contenere la volatilità dei rendimenti. Giannotti e Mattarocci (2008) evidenziano come una diversificazione per tipologia di proprietà e area geografica riduca il rischio idiosincratico e migliori il profilo rischio-rendimento di un portafoglio immobiliare. In egual modo, Biasin (2003), analizzando l'esperienza dei REIT statunitensi, suggerisce che strategie più flessibili e una maggiore liquidità possono contribuire a stabilizzare i rendimenti dei fondi immobiliari italiani, pur riconoscendo le differenze istituzionali tra i mercati. Nel complesso, la revisione teorica indica che una corposa gestione del rischio nei fondi immobiliari è fondamentale per preservare valore e stabilità, in particolar modo nei contesti di mercato turbolenti (Morri et al., 2019; Giannotti et al., 2010). I risultati empirici osservati confermano ampiamente le aspettative teoriche. Dallo studio dei dati di settore e dei casi esaminati, è emerso che l'adozione di strategie di hedging, in particolare la copertura del rischio di tasso d'interesse tramite strumenti derivati, contribuisce in misura significativa a stabilizzare i flussi di cassa e i rendimenti dei fondi immobiliari nel tempo. In Tabella 3.1 è stato presentato un confronto tra fondi con e senza strategie di copertura dei tassi d'interesse in diversi scenari di

mercato: tale analisi comparativa ha mostrato che un fondo coperto sopporta costi del debito stabili (anche se alcune volte superiori ai tassi correnti di mercato in fase di ribasso) e vede una maggiore prevedibilità degli utili, mentre un fondo non coperto beneficia nell'immediato di eventuali ribassi dei tassi (grazie a oneri finanziari decrescenti) ma risulta esposto a improvvisi aumenti dei tassi con effetti negativi sui costi finanziari, sui covenant bancari e sui flussi distribuibili. In sintesi, l'hedging finanziario riduce la volatilità dei risultati e attenua l'incertezza legata ai movimenti dei tassi di interesse, confermandosi uno strumento cruciale per la stabilizzazione dei rendimenti nei fondi immobiliari. Questo risultato è in linea con le migliori pratiche di settore, che avvertono sul fatto di fissare o, quanto meno, diminuire l'esposizione ai tassi variabili su finanziamenti e mutui attraverso swap, cap o altri derivati, in modo da proteggere la redditività dei fondi anche in scenari di forte rialzo dei tassi. L'analisi empirica ha, inoltre, evidenziato il ruolo fondamentale della struttura finanziaria e della prudenza gestionale nel determinare la resilienza dei fondi. I dati storici sui fondi immobiliari italiani mostrano che, prima della crisi finanziaria del 2008-2009, questi veicoli registravano performance generalmente positive; tuttavia, il successivo shock globale ha provocato una contrazione significativa sia dei valori patrimoniali sia dei flussi di reddito, in particolare per i fondi esposti al comparto non residenziale, notoriamente più sensibile al ciclo economico (Banca d'Italia, 2012). In alcuni casi sono emerse difficoltà nel mantenere gli impegni di rendimento verso gli investitori, mettendo in luce la vulnerabilità dei fondi con leve finanziarie elevate e portafogli poco diversificati. Si è riscontrato, ad esempio, il rischio di discrepanza tra i valori stimati degli immobili in portafoglio (valori di perizia in bilancio) e i prezzi realizzabili sul mercato al momento della dismissione: questo scostamento può tradursi in perdite al momento della liquidazione degli asset del fondo, soprattutto nei casi di pressione a vendere in tempi brevi (Banca d'Italia, 2012). Questo punto evidenzia l'importanza di una valutazione prudente degli immobili e di piani di dismissione graduale per evitare svendite forzate a fine vita del fondo. I risultati ottenuti mostrano che i fondi caratterizzati da politiche finanziarie più prudenti e da una migliore gestione del rischio hanno mostrato una maggiore tenuta nelle fasi avverse. In particolare, i fondi con livelli di leva contenuti e con strumenti di copertura in essere sono riusciti a limitare le perdite durante la crisi e a recuperare più rapidamente terreno in seguito. Un'analisi dalla Banca d'Italia (2012) ha evidenziato che, a seguito della crisi, molte SGR

hanno ridotto l'indebitamento dei propri fondi in sviluppo e rafforzato i presidi di rischio, con il risultato di diminuire significativamente la probabilità di default dei fondi più fragili. Questo trend conferma empiricamente l'ipotesi che un approccio integrato di risk management, combinando controllo della leva finanziaria, diversificazione degli investimenti e copertura dei rischi di mercato, possa migliorare la resilienza e la capacità di generare rendimenti stabili nel medio-lungo periodo. Infine, dal sondaggio condotto presso gli operatori (SGR) del settore è emerso che la gestione del rischio nei fondi immobiliari italiani avviene principalmente tramite una mappatura dettagliata dei fattori di rischio in ogni fase del processo di investimento e tramite analisi di sensitività sui business plan dei fondi, a conferma di una crescente attenzione metodologica al controllo dei rischi (Giannotti, 2010). Allo stesso tempo, gli operatori segnalano alcune criticità persistenti, tra cui la carenza di dati immobiliari di qualità, la difficoltà nell'adozione di modelli statistici avanzati tarati sul real estate, e la necessità di migliorare la comunicazione interna ed esterna sui profili di rischio (Giannotti, 2010). Tali evidenze offrono spunti sia per le azioni operative immediate sia per ulteriori approfondimenti di ricerca, come discusso nelle sezioni seguenti.

## **5.2 IMPLICAZIONI PER SGR, INVESTITORI ISTITUZIONALI E SVILUPPATORI**

I dati e le evidenze raccolte ci permettono di effettuare una serie di considerazioni e mettere in implicazioni pratiche per i principali attori coinvolti, le SGR che gestiscono i fondi immobiliari, gli investitori istituzionali che vi allocano capitali e gli sviluppatori immobiliari che spesso interagiscono con tali fondi nella realizzazione dei progetti. Andiamo adesso ad analizzare quelle che sono le indicazioni operative più rilevanti per ciascun gruppo.

Per le SGR (Società di Gestione del Risparmio), I risultati confermano che le SGR devono rafforzare ulteriormente l'approccio strutturato alla gestione dei rischi dei fondi immobiliari. Innanzitutto, è fondamentale che ogni SGR adotti un sistema integrato di risk management, dotandosi di una funzione di rischio autonoma e di procedure formalizzate in linea con le normative europee (AIFMD) e italiane vigenti (European Commission, 2011). Questo implica sviluppare un chiaro Risk Appetite Framework (RAF): la SGR dovrebbe definire soglie di tolleranza al rischio per ciascun fondo (ad

esempio livelli massimi di leva finanziaria, range accettabili di volatilità dei rendimenti, limiti di concentrazione per area geografica o singolo asset, ecc.) e assicurarsi che le decisioni di investimento siano coerenti con tali parametri (Banca d'Italia, 2013). Un forte presidio su leva ed esposizione ai tassi d'interesse è particolarmente importante: le SGR dovrebbero valutare con attenzione la struttura delle fonti di finanziamento dei fondi, evitando un eccesso di indebitamento e utilizzando opportunamente derivati per coprire il rischio tasso e, ove pertinente, il rischio di cambio (ECB, 2022). È raccomandabile, ad esempio, fissare una quota significativa di debito a tasso fisso (o coperto da swap) per fondi con leva elevata, così da proteggere gli utili da improvvise oscillazioni dei tassi (Hull, 2018). Parallelamente, le SGR devono curare la diversificazione del portafoglio dei fondi: investire in diverse tipologie di immobili (uffici, retail, logistica, residenziale) e in diverse aree geografiche riduce l'impatto di shock specifici su una singola classe di asset (Geltner et al., 2014). I risultati empirici suggeriscono che tale diversificazione, unita all'hedging finanziario, costituisce una prima linea di difesa contro la volatilità e i ribassi ciclici del mercato immobiliare (Baum & Hartzell, 2012).

Un altro aspetto cruciale per le SGR è il miglioramento della cultura del rischio e della compliance sostanziale. Come rivelato dal sondaggio (Giannotti, 2010), il risk management non va inteso solo come un obbligo formale, ma come parte integrante del processo decisionale e operativo: serve dunque un cambiamento culturale, passando da un'adesione meramente formale alle norme a una gestione del rischio realmente proattiva e orientata al valore aggiunto. Ciò può tradursi in iniziative concrete quali: formazione continua del personale sui temi di risk management immobiliare, coinvolgimento diretto dei risk manager nella pianificazione strategica e nelle valutazioni di nuovi investimenti, utilizzo di strumenti avanzati di analisi del rischio (stress test periodici sui portafogli, simulazioni di scenario "what if" su variabili chiave come tassi, vacanza, deprezzamento immobiliare, etc.) (ECB, 2022). Inoltre, le SGR dovrebbero dotarsi di sistemi informativi adeguati a raccogliere e monitorare dati immobiliari e finanziari in tempo reale, colmando per quanto possibile i gap informativi ancora esistenti nel settore (INREV, 2020). Migliorare la qualità dei dati interni (ad esempio su valutazioni, contratti di locazione, profili dei tenant) permette analisi più accurate e modelli previsionali più affidabili (Geltner et al., 2014). Anche la trasparenza verso gli investitori va potenziata:

conformemente alle linee guida INREV e alle prassi internazionali, le relazioni periodiche dei fondi dovrebbero includere informazioni chiare sull'esposizione ai principali rischi (di mercato, di credito, di liquidità, operativi) e sulle misure di mitigazione adottate (INREV, 2020). Una comunicazione più efficace del profilo di rischio rende gli investitori più consapevoli e facilita il rapporto fiduciario con la SGR (Baum & Hartzell, 2012). Infine, le SGR possono trarre vantaggio competitivo dall'eccellenza nella gestione del rischio: i risultati di questa tesi suggeriscono che i fondi gestiti con rigore sul fronte rischio-rendimento tendono ad offrire performance aggiustate per il rischio più stabili e prevedibili (Giannotti, 2010). Di conseguenza, le SGR che investono in best practice di risk management (dalla mappatura dei rischi all'adozione di coperture e polizze assicurative, fino alla selezione di esperti indipendenti per valutazioni imparziali degli immobili) saranno in una posizione migliore per attrarre investitori istituzionali di alto profilo, per gestire patrimoni più ingenti e per navigare attraverso fasi di mercato avverse senza intoppi (Giannotti, 2010). In definitiva, per le SGR una solida gestione integrata del rischio non è solo un dovere normativo ma un fattore chiave di successo competitivo e di tutela del valore.

Per gli investitori istituzionali, i risvolti operativi riguardano i criteri di selezione e monitoraggio dei fondi immobiliari in portafoglio e le strategie di allocazione del capitale. Gli investitori istituzionali (quali fondi pensione, compagnie di assicurazione, casse di previdenza, fondazioni, ecc.) ricorrono ai fondi immobiliari chiusi per ottenere esposizione al real estate con l'obiettivo di conseguire rendimenti stabili di lungo periodo e benefici di diversificazione rispetto ad azioni e obbligazioni (Hudson-Wilson et al., 2005). Secondo quanto appena detto, questa tipologia di investitori deve porre grande risalto sulla due diligence di risk management nella scelta dei fondi e delle SGR a cui affidare i capitali (Banca d'Italia, 2009). In pratica, significa valutare non solo le performance storiche di un fondo, ma anche la qualità dei processi di gestione del rischio messi in atto dalla SGR (INREV, 2020). Un investitore istituzionale accorto dovrebbe privilegiare fondi gestiti da SGR che dimostrino una robusta governance del rischio, poiché questo è un indicatore di affidabilità e riduce la probabilità di eventi avversi gravi (Banca d'Italia, 2009).

Dal punto di vista dell'allocazione strategica, gli investitori istituzionali dovrebbero integrare i fondi immobiliari in portafoglio in un'ottica di gestione complessiva del rischio (Markowitz, 1952; Hudson-Wilson et al., 2005). Ciò implica alcune azioni concrete. Ciò implica alcune azioni concrete:

- 1) **Diversificazione inter-fondo.** Emerge la necessità di evitare di concentrare eccessivamente l'esposizione in un singolo fondo o presso una singola SGR, preferendo costruire un portafoglio di fondi immobiliari differenziati per strategia (ad es. core, value-added, opportunistici), geografia e settore, in modo da attenuare il rischio specifico di ciascun veicolo;
- 2) **Monitoraggio continuo.** È necessario richiedere report periodici dettagliati alle SGR sui profili di rischio dei fondi (in linea con le linee guida di reporting INREV) e analizzare internamente tali informazioni per valutare se l'investimento rimane coerente col proprio profilo di rischio/rendimento;
- 3) **Interazione attiva in governance.** Quando possibile è utile partecipare ai comitati consultivi o assemblee dei quotisti dei fondi per influenzare le scelte chiave (ad esempio approvazione di leva aggiuntiva, estensione della durata del fondo, vendite di asset) nell'ottica di una prudente gestione;
- 4) **Gestione delle passività.** Utilizzare i flussi stabili generati dai fondi core a rendimento corrente (ad esempio fondi a reddito con immobili a locazione pluriennale) per far fronte a impegni di lungo termine (caso tipico delle assicurazioni vita e dei fondi pensione che cercano di coprire passività nominali o inflazionate). In quest'ultimo ambito, è importante valutare quanto i rendimenti dei fondi immobiliari offrano una copertura dall'inflazione: storicamente il real estate è considerato un parziale hedge inflazionistico grazie all'indicizzazione dei canoni di locazione, ma occorre analizzare caso per caso il grado di indicizzazione e la sensibilità del NAV del fondo all'andamento dei prezzi al consumo. assicurare che l'investimento immobiliare contribuisca effettivamente alla stabilizzazione dei rendimenti complessivi e non introduca rischi non desiderati (Baum & Hartzell, 2012).

Anche il settore degli sviluppatori/produttori di immobili trae indicazioni operative rilevanti da questa analisi, specie in relazione alla collaborazione con i fondi e con gli

investitori istituzionali (Baum & Hartzell, 2012). Gli sviluppatori, infatti, spesso ricoprono il ruolo di partner operativi dei fondi immobiliari (ad esempio attraverso joint venture in progetti di sviluppo, accordi di forward purchase, apporti di aree o immobili da trasformare, ecc.), oppure beneficiano in maniera indiretta degli investimenti effettuati dai fondi nei loro progetti. In questo ambito, i risultati dello studio suggeriscono agli sviluppatori di adottare a loro volta un approccio più orientato al risk management nei propri processi, in quanto ciò facilita la raccolta di capitali dai fondi e la buona riuscita delle operazioni. Nello specifico, per gli sviluppatori è di cruciale importanza allineare la struttura dei contratti e dei piani di progetto con gli obiettivi di stabilità dei fondi: ad esempio, prevedere contratti di appalto a prezzo chiuso o con clausole di cap sui costi, in modo da ridurre il rischio di overshooting del budget di costruzione (rischio che altrimenti ricadrebbe sul fondo finanziatore); oppure assicurare tempi di consegna realistici e adeguatamente pianificati, riducendo il rischio di ritardi che possano posticipare i ritorni per il fondo. Inoltre, risulta cruciale una maggiore trasparenza informativa verso le SGR e gli investitori finanziari coinvolti: condividere regolarmente lo stato di avanzamento lavori, le analisi di sensitività sui costi di costruzione e sui valori di vendita attesi, nonché i rischi specifici del cantiere (autorizzativi, geologici, commerciali) consente ai gestori del fondo di anticipare eventuali criticità e di predisporre misure correttive (come accantonamenti per rischi, polizze assicurative, piani di exit alternativi). Uno sviluppatore che comunica efficacemente e gestisce i rischi di progetto in maniera professionale verrà percepito come partner affidabile, aumentando la probabilità di finanziamenti ripetuti nel tempo da parte delle SGR. Dal punto di vista finanziario, anche per gli sviluppatori può essere opportuno ricorrere a strumenti di copertura analoghi a quelli discussi per i fondi. Per esempio, se un progetto è finanziato a debito a tasso variabile, lo sviluppatore potrebbe stipulare accordi di hedging (swap o cap) per proteggersi da rialzi dei tassi durante la fase di costruzione, così da garantire la sostenibilità finanziaria dell'operazione e indirettamente tutelare il rendimento atteso del fondo investitore. Analogamente, in progetti destinati alla vendita futura degli immobili, lo sviluppatore potrebbe valutare opzioni di prefinanziamento o di forward sale che fissino anticipatamente il prezzo di vendita con il fondo (trasferendo a quest'ultimo parte del rischio di mercato post-completamento, ma offrendo in cambio maggiore certezza dei flussi). Un altro ambito rilevante è la qualità e durata dei contratti di locazione negli immobili sviluppati: poiché

i fondi puntano a flussi stabili, lo sviluppatore che consegna un immobile già locato a conduttori solidi e con contratti di lunga durata (es. 9+ anni o superiori) offre al fondo un prodotto a rischio ridotto, il che può riflettersi positivamente sia sul prezzo di vendita sia sulla predisposizione della SGR a investire. In definitiva, agli sviluppatori immobiliari si raccomanda di integrarsi nella catena di gestione del rischio adottata dai fondi: condividere strumenti e pratiche di risk management, prevedere clausole contrattuali che facilitino la gestione dei rischi (ad esempio meccanismi di revisione prezzi, garanzie sulle prestazioni, assicurazioni decennali postume), e mantenere un dialogo aperto con investitori e gestori. Questa convergenza di approcci consente di ridurre le incertezze e di aumentare la probabilità di successo sia per l'operatore immobiliare sia per il fondo che finanzia l'operazione, generando valore aggiunto per entrambi e contribuendo alla stabilità complessiva del settore. aumentando la probabilità di successo sia per l'operatore immobiliare sia per il fondo che finanzia l'operazione, generando valore aggiunto per entrambi e contribuendo alla stabilità complessiva del settore (Geltner et al., 2014).

### 5.3 LIMITI DELL'ANALISI E PROSPETTIVE DI RICERCA FUTURA

È importante, adesso, analizzare i limiti del presente elaborato sia per contestualizzare la validità dei risultati raggiunti, sia per ipotizzare possibili sviluppi futuri.

- a) Un primo limite riguarda la disponibilità e qualità dei dati utilizzati nell'analisi empirica. Il mercato italiano dei fondi immobiliari ha una storia molto breve (i primi fondi risalgono ai primi anni 2000) ed è caratterizzato da un numero contenuto di veicoli in esercizio, specialmente se confrontato con mercati più maturi (Banca d'Italia, 2015). Questo ha ristretto l'ampiezza del campione analizzabile e la lunghezza delle serie storiche dei rendimenti dei fondi. In più, i rendimenti considerati sono spesso basati su valutazioni peritali periodiche degli immobili (NAV del fondo calcolato su stime semestrali o annuali), il che comporta un noto effetto smoothing (attenuazione della volatilità) rispetto ai valori di mercato effettivi (Geltner et al., 2014). Questo potrebbe aver portato a una sottostima della volatilità reale e dei rischi di breve periodo associati ai fondi immobiliari, rendendo più difficile osservare statisticamente alcune relazioni (ad esempio l'impatto di certe strategie di hedging sul profilo di rischio-rendimento) (Baum & Hartzell, 2012). In un futuro non troppo lontano, con l'ampliarsi del dataset (più fondi e più anni di osservazione, inclusi eventuali nuovi cicli di mercato), si potranno impiegare metodologie econometriche più significative e rilevanti per testare le ipotesi qui discusse, come l'effetto dell'hedging sulla distribuzione dei rendimenti o la relazione tra leva finanziaria e probabilità di default del fondo (Brooks, 2019).
  
- b) Un secondo limite attiene all'ambito di applicabilità dei risultati. Il presente studio si è focalizzato prevalentemente sul contesto italiano e su fondi immobiliari chiusi di diritto italiano; pertanto, le conclusioni potrebbero non applicarsi con lo stesso impatto a mercati immobiliari con caratteristiche diverse (ad esempio Paesi con mercati secondari immobiliari più liquidi, o con veicoli REIT quotati invece di fondi chiusi non liquidi) oppure a fondi aperti immobiliari (presenti in altre giurisdizioni europee) che hanno meccanismi di rimborso e rischi di liquidità differenti (EPRA, 2021). Le specificità normative e di mercato italiane – come la

storica prevalenza di fondi chiusi riservati a investitori qualificati, l'assenza di un regime fiscale tipo REIT fino al 2007 (introdotto poi con le SIIQ), la struttura di governance delle SGR, ecc. – fanno sì che alcune evidenze siano strettamente legate a questo contesto (Banca d'Italia, 2015). Per aumentare la portata conoscitiva, future ricerche potrebbero adottare un approccio comparativo internazionale, esaminando ad esempio le prassi di risk management nei fondi immobiliari in altri Paesi europei (Francia, Germania, Regno Unito, dove esistono fondi aperti e veicoli quotati) e verificando quali strategie risultano più efficaci in contesti diversi (INREV, 2020). Ciò aiuterebbe a distinguere gli elementi di validità generale da quelli peculiari del contesto italiano.

- c) Un terzo limite riguarda la portata dei fattori di rischio considerati. Nell'elaborato ci si è concentrati in particolar modo sui rischi finanziari tradizionali (mercato, tasso d'interesse, leva, liquidità, rischio locativo, etc.) e sulle relative strategie di copertura o mitigazione (Hull, 2018). Tuttavia, il panorama dei rischi nel real estate è in continua evoluzione: si pensi ad esempio ai rischi ESG e climatici, che stanno diventando sempre più rilevanti (Alogoskoufis et al., 2021). Fattori come la transizione energetica, la vulnerabilità degli immobili ai cambiamenti climatici, i vincoli normativi ambientali e le mutate preferenze degli investitori verso asset sostenibili possono influenzare significativamente il profilo di rischio di un portafoglio immobiliare (NGFS, 2022). Questo studio non ha approfondito in modo specifico la dimensione ESG, che rappresenta dunque un importante filone per sviluppi futuri. Ricerche successive potrebbero valutare come integrare metriche di rischio climatico (es. carbon risk, rischio fisico da eventi meteo estremi) nei modelli di gestione del rischio dei fondi immobiliari e se l'attenuazione di tali rischi (ad esempio tramite assicurazioni catastrofali, retrofit energetici degli edifici, clausole contrattuali green lease) contribuisca a una maggiore stabilità dei rendimenti nel lungo termine (ECB, 2022).

Un'altra prospettiva di ricerca futura riguarda l'efficacia di strumenti innovativi di hedging e gestione del rischio nel real estate. Per esempio, si potrebbe esplorare l'uso di derivati su indici immobiliari (ancora poco sviluppati, ma potenzialmente utili per coprire

il rischio di fluttuazione dei valori di mercato degli immobili) (Case et al., 2012) oppure l'adozione di soluzioni di insurance-linked securities per trasferire parte dei rischi operativi e di catasto del portafoglio immobiliare a investitori terzi (Swiss Re, 2020). L'evoluzione tecnologica (big data, intelligenza artificiale), inoltre, potrebbe aprire la strada a modelli predittivi più accurati dei trend immobiliari e dei rischi associati: studi futuri potrebbero valutare come l'impiego di algoritmi di machine learning su dati immobiliari (prezzi, assorbimento, tassi di default dei tenant, ecc.) migliori le capacità di early warning dei gestori di fondi nel prendere misure correttive (Fuster et al., 2022).

Infine, un interessante filone di ricerca è costituito dall'analisi longitudinale dell'effetto delle politiche di risk management sulle performance reali dei fondi. Ad esempio, disponendo di dati sufficienti, si potrebbe verificare se i fondi che hanno attraversato indenni la crisi finanziaria o altri shock (come la recente crisi pandemica da Covid-19) presentavano ex-ante caratteristiche distintive in termini di coperture, leva, diversificazione o governance (IMF, 2021). Un simile studio ex post fornirebbe evidenze concrete dell'impatto delle strategie di gestione del rischio sul successo o insuccesso dei fondi, rafforzando empiricamente le raccomandazioni operative. In sintesi, i limiti di questa tesi – legati principalmente al contesto, ai dati e all'ampiezza dei rischi esaminati – offrono altrettante opportunità per estendere il campo di indagine. Approfondire tali direzioni di ricerca futura contribuirà a costruire un corpus di conoscenze ancora più solido e completo sulla gestione integrata del rischio nel settore dei fondi immobiliari.

#### **5.4 PROPOSTA DI POLICY PER LA GESTIONE INTEGRATA DEL RISCHIO NEL REAL ESTATE**

L'analisi effettuata mette in luce la necessità di interventi mirati a livello di sistema per promuovere una gestione integrata del rischio nel settore del real estate, coinvolgendo regolatori, associazioni di categoria e operatori di mercato. Di seguito si delineano alcune proposte di policy su scala europea e globale, con un focus specifico finale sul contesto italiano, volte a rafforzare la stabilità e la trasparenza dei fondi immobiliari (ESRB, 2023).

**A) Prospettiva internazionale ed europea.** Negli ultimi anni le autorità di vigilanza internazionali hanno attenzionato in maniera seria i potenziali rischi sistemici legati ai veicoli di investimento alternativo, inclusi i fondi immobiliari. In ambito G20, il Financial Stability Board (FSB) ha incluso i fondi di real estate nel monitoraggio del sistema finanziario non bancario (shadow banking), raccomandando l'adozione di approcci macroprudenziali che tengano conto della leva finanziaria e della liquidità di questi veicoli (FSB, 2017). Allo stesso tempo, l'Organizzazione internazionale delle autorità di controllo dei mercati mobiliari (IOSCO) ha messo in evidenza l'importanza di standard comuni per la gestione del rischio negli asset illiquidi e per la disclosure verso gli investitori, al fine di prevenire opacità e improvvise perdite di fiducia (IOSCO, 2018). A livello europeo, un caposaldo è rappresentato dalla direttiva AIFMD (2011/61/UE), che ha introdotto requisiti stringenti in materia di risk management per tutti i gestori dei fondi di investimento alternativi (inclusi i fondi immobiliari). In base alla suddetta normativa, i gestori devono istituire una funzione di gestione del rischio indipendente dalle funzioni di investimento, definire politiche e procedure per identificare, misurare, gestire e monitorare in continuo tutti i rischi rilevanti di ciascun fondo, nonché fissare limiti di rischio per ogni fondo e assicurare che il profilo di rischio rimanga entro tali limiti (European Commission, 2011). Queste disposizioni hanno alzato in maniera significativa gli standard di settore, ma la loro efficacia dipende dall'attuazione concreta da parte dei gestori e dalla vigilanza attiva delle autorità competenti (ESMA, 2020). Oltre al framework AIFMD, le istituzioni europee hanno messo in atto iniziative specifiche con focus sui rischi immobiliari e di liquidità. L'European Systemic Risk Board (ESRB) ha emesso raccomandazioni volte a colmare le lacune informative sul mercato immobiliare e a rafforzare gli strumenti di gestione del rischio nei fondi. Per esempio, nel 2016 l'ESRB ha sottolineato la necessità di migliorare la raccolta di dati granulari sui prezzi e sulle transazioni immobiliari (sia residenziali che commerciali) per consentire un monitoraggio più efficace dei rischi di bolla e di credito (ESRB, 2016). Successivamente, l'ESRB nel 2017-2018 ha richiamato l'attenzione sui fondi di investimento immobiliari aperti, raccomandando l'adozione di strumenti di liquidity management (come gates, swing pricing, side

pockets) per affrontare eventuali riscatti di massa in situazioni di stress, ed evidenziando il rischio che valutazioni non tempestive degli immobili possano ritardare la percezione delle perdite da parte degli investitori (ESRB, 2018). Nel 2020, a seguito della crisi dovuta al Covid-19, l'ESRB ha emanato una raccomandazione specifica (ESRB/2020/4) sui rischi di liquidità nei fondi di investimento, inclusi quelli con attivi immobiliari, invitando le autorità nazionali ed ESMA a verificare che tali fondi dispongano di stress test di liquidità adeguati e di misure pronte all'uso per gestire situazioni di emergenza (ESRB, 2020). Infine, nel 2023 l'ESRB ha pubblicato una nota sulle vulnerabilità nel settore immobiliare commerciale europeo, suggerendo possibili interventi macroprudenziali come limiti alla leva per i fondi maggiormente indebitati e requisiti aggiuntivi di informativa sulle esposizioni immobiliari (ESRB, 2023). Queste iniziative indicano una chiara direzione di policy: elevare la resilienza del settore dei fondi immobiliari tramite regole armonizzate e strumenti preventivi, prima che i rischi locali possano amplificarsi e minacciare la stabilità finanziaria complessiva (ECB, 2022).

**B) Focus sul contesto italiano.** In Italia il settore dei fondi immobiliari è già da tempo oggetto di regolamentazione specifica e vigilanza dedicata, ma vi è spazio per ulteriori miglioramenti in ottica di gestione integrata del rischio. La normativa nazionale, in recepimento delle direttive UE, è contenuta all'interno del Testo Unico della Finanza (TUF) e nelle Disposizioni di Banca d'Italia e Regolamenti CONSOB applicabili ai gestori di FIA (Fondi di Investimento Alternativi) immobiliari (Banca d'Italia, 2015). Tra gli elementi chiave dell'attuale cornice regolamentare vi sono: requisiti patrimoniali per le SGR, limiti all'indebitamento dei fondi retail (storicamente fissati intorno al 60% del valore del portafoglio, salvo deroghe autorizzate), obblighi di diversificazione (ad esempio nessun singolo bene immobiliare può pesare più di una certa percentuale sul totale attivi del fondo, per limitare il rischio di concentrazione), obblighi di valutazione indipendente degli immobili tramite Esperti Indipendenti iscritti a albi specializzati, e obblighi di reporting periodico sia verso la Banca d'Italia (segnalazioni di vigilanza) sia verso il mercato (relazioni semestrali e annuali con

dettaglio su andamento e rischi del fondo) (CONSOB, 2019). Queste norme rappresentano la base per un settore sano; tuttavia, l'esperienza passata (ad esempio la crisi di alcuni fondi retail giunti a scadenza intorno al 2010-2015 con difficoltà di rimborso agli investitori) ha mostrato che servono ulteriori strumenti di policy per gestire situazioni eccezionali e riallineare gli interessi degli attori in gioco (Banca d'Italia, 2015).

Una prima area di possibile intervento è quella del rafforzamento delle linee guida di best practice e la loro adozione uniforme da parte di tutte le SGR. In tal senso, il ruolo di Assogestioni, l'associazione di categoria delle SGR, è fondamentale. Assogestioni ha già prodotto in passato linee guida importanti, ad esempio quelle del 2006 sulla "mappatura dei rischi immobiliari dei fondi real estate" e più recentemente quelle sul rapporto tra SGR ed esperti indipendenti nella valutazione degli immobili (2015) e sulla valutazione degli immobili in portafoglio (Linee Guida 2010 e aggiornamenti successivi) (Assogestioni, 2015). La proposta è quella di aggiornare e rendere più vincolanti, per quanto possibile, le suddette linee guida, unendole con gli aspetti emersi ed analizzati all'interno di questo elaborato (INREV, 2020). Inoltre, l'associazione potrebbe fungere da collettore per la creazione di un database centralizzato delle performance e dei rischi dei fondi immobiliari italiani, in collaborazione con la Banca d'Italia, così da superare in parte il problema della scarsità di dati e consentire analisi settoriali più approfondite (Banca d'Italia, 2015).

Sul lato della vigilanza prudenziale, la Banca d'Italia e la CONSOB dovrebbero continuare a operare in modo coordinato, estendendo, se necessario, i propri strumenti (ESRB, 2020). Una proposta è quella di istituzionalizzare stress test periodici di sistema sui fondi immobiliari, analogamente a quanto si fa per le banche (ECB, 2022). In caso di individuazione di fondi ad alto rischio, l'autorità di vigilanza potrebbe avviare ispezioni mirate o richiedere piani di rafforzamento per riportare il rischio entro livelli accettabili (Banca d'Italia, 2015). Un altro ambito di policy riguarda la fase di uscita dei fondi, dove si potrebbero studiare meccanismi per evitare vendite precipitose che deprimano i valori (ESRB, 2023).

Inoltre, una stretta collaborazione andrebbe mantenuta con le autorità europee: la CONSOB potrebbe recepire e applicare in Italia le linee guida ESMA sui Liquidity Stress

Testing nei fondi (già emanate nel 2019) assicurandone l'adozione anche da parte delle SGR immobiliari, mentre la Banca d'Italia dovrebbe continuare a contribuire attivamente alle discussioni in sede ESMA/ESRB sui limiti di leva per i fondi (ESMA, 2019).

Un'ulteriore proposta di miglioramento di quelle che sono le policy a livello nazionale riguarda la promozione della trasparenza e protezione degli investitori retail nei fondi immobiliari aperti al pubblico (European Commission, 2014). Strumenti come il KID (Key Information Document), già previsti per i PRIIPs, dovrebbero evidenziare chiaramente i rischi specifici di un investimento in fondi immobiliari (EBA, ESMA & EIOPA, 2021). Potrebbe essere contemporaneamente opportuno innalzare i requisiti di professionalità e competenza per gli amministratori e i risk manager delle SGR immobiliari (INREV, 2020).

In conclusione, di questo elaborato, le proposte di policy delineate hanno come obiettivo quello di mirare a formulare delle proposte per costruire un ecosistema più forte e coordinato per la gestione integrata del rischio nel real estate (ESRB, 2023). Il real estate, opportunamente gestito, può offrire rendimenti stabili e protezione dall'inflazione agli investitori di lungo termine (Geltner et al., 2014) ma affinché tali benefici si realizzino in modo sostenibile, è indispensabile che il risk management integrato diventi parte del DNA dell'industria dei fondi immobiliari, sostenuto da un quadro di policy coerente e lungimirante (ECB, 2022).

## BIBLIOGRAFIA

- Agenzia delle Entrate (2024) Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI): Rapporto Immobiliare Residenziale.
- Andaloussi, M., Beaton, K., Benatiya Andaloussi, I., Diez, F. J., Hadzi-Vaskov, M., Park, J. W., Shibata, I. & Wegner, O. (2024) 'Slower for longer: how housing cycles and monetary policy interact', IMF Working Papers.
- Assoimmobiliare (2024) Monitor sulla Finanza Immobiliare.
- Assogestioni (2006) Linee guida sulla mappatura dei rischi immobiliari dei fondi real estate.
- Assogestioni (2010) Linee guida sulla valutazione degli immobili in portafoglio.
- Assogestioni (2015) Linee guida sul rapporto tra SGR ed esperti indipendenti nella valutazione degli immobili.
- Assogestioni (2023) Linee guida sulla disclosure nei documenti di offerta dei fondi comuni.
- AssoLombarda (2025) 'Indice FOI Giugno 2025: adeguamento canoni di locazione'.
- Balduzzi, A. (2023) 'L'andamento dei prezzi immobiliari in Italia: analisi del decennio 2013-2023', Il Sole 24 Ore.
- Banca d'Italia (2015) Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.
- Banca d'Italia (2021) Segnalazioni di vigilanza e informativa sui derivati.

- Baum, A. & Hartzell, D. J. (2012) *Real Estate Investment: A Strategic Approach*. 3<sup>a</sup> ed. Routledge.
- BCE (Banca Centrale Europea) (2022) *Financial Stability Review*.
- BCE (Banca Centrale Europea) (2023) *Economic Bulletin: The impact of rising interest rates on real estate funds*.
- Benatiya, I., Diez, F. J. & Wegner, O. (2024) 'Monetary policy transmission in the housing market', *Fondo Monetario Internazionale*.
- Bianchi, M. (2025) 'L'impatto dei tassi della BCE sul mercato residenziale europeo', *Bollettino Economico BCE*.
- Biasin, M. (2003) *I fondi comuni di investimento immobiliare*. Milano: EGEA.
- BIS (Banca dei Regolamenti Internazionali) (2023) *Quarterly Review: Financial market developments and risk*.
- Bluevault (2023) *Nontraded REIT Industry Review: Focus on Interest Rate Hedging Strategies*.
- Borsa Italiana (2009) 'Glossario: Rischio di credito e diversificazione nei fondi'.
- Borsa Italiana (s.d.) 'Derivati Over the Counter (OTC): caratteristiche e funzionamento'.
- Brooks, C. (2019) *Introductory Econometrics for Finance*. 4<sup>a</sup> ed. Cambridge University Press.

- Busnelli, A. (2023) ‘L’inflazione e i rendimenti reali nel settore immobiliare’, Finanza Immobiliare.
- Busnelli, A. (2024) ‘Costi di transazione e illiquidità negli investimenti immobiliari’, Report 2024.
- Cacciamani, C. et al. (2024) ‘L'evoluzione dell'uso dei derivati nei fondi immobiliari italiani’, Assoimmobiliare Research.
- Camera dei Deputati (2015) Dossier: La disciplina dei contratti derivati degli enti locali.
- Campbell, J. Y., Polk, C. & Vuolteenaho, T. (2009) ‘Growth or value?’, The Review of Financial Studies.
- Caracino, G. & Tassinari, G. (2012) ‘La regolamentazione dei derivati OTC dopo la crisi’, Diritto ed Economia dei Mercati Finanziari.
- Chatham Financial (2022) Hedging strategies for real estate investors.
- Consob (1988) Comunicazione n. DI/88005305: Criteri per le operazioni di copertura.
- Consob (2020) Relazione sull'attività di vigilanza e sanzionatoria.
- D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF).
- De Rossi, L. (2022) La gestione del rischio di tasso nel Real Estate Finance. Milano: Pearson.

- Deghi, A., Katagiri, M., Shahid, S. & Valckx, N. (2024) ‘Commercial Real Estate: A Fragility Point for Global Financial Stability?’, IMF Global Financial Stability Notes.
- Deloitte, Office of Financial Research (OFR) (2023) Commercial Real Estate Markets and Financial Stability.
- EBA, ESMA & EIOPA (2021) Joint ESA Advice on the review of the PRIIPs Regulation.
- Enpam (2020) Relazione sulla gestione: Focus Fondo Ippocrate.
- ESMA (2019) Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds.
- ESRB (European Systemic Risk Board) (2019) Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries.
- ESRB (European Systemic Risk Board) (2021) Recommendation on medium-term vulnerabilities in the residential real estate sector.
- ESRB (European Systemic Risk Board) (2023) Issues paper on policy options to address risks in non-bank financial intermediation.
- European Commission (2014) Key Information Documents (KID) for PRIIPs Regulation.
- European Parliament and Council (2011) Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD).
- European Parliament and Council (2012) Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives (EMIR).

- Fabozzi, F. J. (2016) *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. 9<sup>a</sup> ed. Pearson.
- FSB (Financial Stability Board) (2017) *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*.
- Gallo, P. (s.d.) 'La disciplina dell'adeguamento ISTAT nei contratti di locazione', *Diritto Immobiliare*.
- Geltner, D., Miller, N. G., Clayton, J. & Eichholtz, P. (2014) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. 3<sup>a</sup> ed. OnCourse Learning.
- Giannotti, C. (2010) 'L'efficacia del risk management nei fondi immobiliari: un'indagine empirica', *Banca Impresa Società*.
- Giannotti, C. & Mattarocci, G. (2008) 'La diversificazione nei fondi immobiliari', *Working Paper*.
- Giannotti, C. & Mattarocci, G. (2009) *La gestione del rischio nei fondi immobiliari*. Milano: Franco Angeli.
- Gyourko, J. & Nelling, E. (1996) 'The structure of REIT returns', *Real Estate Economics*.
- Hoesli, M. & Lizieri, C. (2007) 'Real Estate in the Investment Portfolio', *Journal of Property Investment & Finance*.
- Hull, J. C. (2018) *Options, Futures, and Other Derivatives*. 10<sup>a</sup> ed. Pearson.
- IFRS Foundation (2021) *IFRS 7 Financial Instruments: Disclosures*.
- INREV (2020) *Guidelines for Best Practices in Real Estate Investment*.

- INREV (2024) 'Inflation and Real Estate: An analysis of the hedging properties', INREV Research Paper.
- IOSCO (2018) Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes.
- ISTAT (2024) 'Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI)'.
- Kent, C. & Lowe, P. (s.d.) 'Asset-Price Bubbles and Monetary Policy', BIS Working Papers.
- La mia finanza (2024) 'Rischi di concentrazione e procedure di sfratto in Italia'.
- LBMG (2023) Guida ai contratti di locazione commerciale.
- Legge 27 luglio 1978, n. 392 Disciplina delle locazioni di immobili urbani.
- Malizia, E. E. (2019) Understanding Real Estate Market Dynamics. Routledge.
- Maples Teesdale (2017) Hedging interest rate risk in real estate finance.
- Markowitz, H. (1952) 'Portfolio Selection', The Journal of Finance.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958) 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', The American Economic Review.
- Moody's Investors Service (2023) Rating Methodology for Real Estate Investment Trusts.
- Morri, G., Benedetto, G. & Brambilla, A. (2019) Valutazione Immobiliare. Milano: EGEA.

- NAREIT (2023) REIT Industry Fact Sheet: Hedging and Interest Rate Risk.
- Norris, J. (2022) Financial Derivatives and Risk Management. Oxford University Press.
- Onnis Cugia, G. (2013) La disciplina giuridica degli strumenti finanziari derivati. Torino: Giappichelli.
- Pagliari, J. L. (2021) The Handbook of Real Estate Portfolio Management. McGraw-Hill.
- Pagliari, J. L., Scherer, K. & Monopoli, R. (2020) 'Transparency in real estate fund reporting', Journal of Real Estate Portfolio Management.
- Plannix (2024) 'Il mercato immobiliare italiano tra demografia e tassi', Report 2024.
- QuiFinanza (2023) 'Immobiliare: i rendimenti reali nel decennio dei tassi zero'.
- Racugno, G. & Tronci, M. (2016) Contabilità e bilancio degli strumenti finanziari. Milano: Giuffrè.
- Santi, L. & Gilba, F. (2024) 'REITs and interest rate sensitivity: an empirical analysis', Journal of Finance and Investment.
- Scherer, K. (2023) Opportunistic vs Core Real Estate Strategies. Academic Press.
- Standard & Poor's (2022) Global Real Estate Outlook.
- Urbanitae (2024) 'Leva finanziaria e rischio tasso nel crowdfunding immobiliare'.

- Valori, G. (2019) Strumenti finanziari e mercati regolamentati. Milano: EGEA.
- Xiao, H. et al. (2010) 'Interest rate swaps and swaptions in real estate finance', Journal of Property Investment & Finance.