

## Focus sull'industria dei fondi immobiliari *retail*.

L'esperienza più recente di alcuni fondi immobiliari destinati al *retail* ha messo in evidenza che in prossimità del termine di chiusura il fondo può dover procedere forzatamente alla vendita degli immobili per rispettare gli impegni di rimborso verso i sottoscrittori. In tali casi, la ridotta capacità negoziale del gestore può determinare la cessione a condizioni di prezzo inferiori rispetto alle valutazioni degli immobili effettuate da esperti indipendenti.

Con questa nota, Banca d'Italia intende dare agli interessati informazioni sull'industria dei fondi immobiliari, in particolare quelli *retail*, e sulla disciplina normativa e dei controlli cui sono sottoposti.

Il comparto dei fondi immobiliari conta una quarantina di SGR che gestiscono circa 440 fondi, per un totale attivo di quasi € 65 miliardi, in prevalenza costituiti da fondi riservati a investitori professionali o che possono ricorrere alla leva finanziaria in misura rilevante; le iniziative destinate al mercato *retail* sono 26,

per un totale attivo di € 4,1 miliardi (cfr. tavola a lato).

In ragione della natura poco liquida dell'oggetto d'investimento, le norme italiane richiedono che i fondi immobiliari debbano essere istituiti nella forma del fondo "chiuso" <sup>(1)</sup>. Tale rigidità è mitigata dalla possibilità di negoziare le quote sui mercati regolamentati, che offrono agli investitori la possibilità di liquidare le proprie posizioni senza attendere la scadenza.

Storicamente, i fondi immobiliari quotati hanno sofferto di una scarsa liquidità dovuta all'esiguità del numero degli scambi e al persistente e rilevante disallineamento (cosiddetto NAV *discount*) tra la capitalizzazione del fondo calcolata in base al prezzo di Borsa e il valore del patrimonio netto (NAV, net asset value) risultante dai documenti contabili approvati dai gestori. La compressione dei prezzi ha favorito il lancio, da parte di operatori esteri, di offerte pubbliche di acquisto sulle quote dei fondi immobiliari *retail*.

Il contenimento dei rischi per i fondi immobiliari *retail* avviene, oltretutto mediante il ricorso alla struttura chiusa,

tramite la previsione di specifici limiti alla concentrazione degli investimenti, in modo da garantire un grado minimo di diversificazione del portafoglio, e all'assunzione di indebitamento.

Fondi immobiliari: struttura del mercato (valori di fine periodo; milioni di euro e unità)						
ANNI	Numero fondi operativi (1)	Totale attivo		Indebitamento	Patrimonio Netto (NAV)	Per memoria: leva finanziaria (2)
		di cui: beni immobili				
<b>Fondi retail</b>						
2013	26	7.062	5.986	1.983	4.878	1,43
2014	27	5.776	4.658	1.286	4.326	1,33
2015	26	5.038	4.109	1.070	3.811	1,31
2016	26	4.094	3.336	721	3.199	1,28
<b>Fondi riservati (3)</b>						
2013	246	38.802	33.730	12.071	25.442	1,54
2014	270	42.293	36.597	11.359	29.805	1,43
2015	304	40.415	34.292	9.701	29.141	1,39
2016	312	44.405	37.036	10.594	32.322	1,37
<b>Fondi riservati che ricorrono alla leva finanziaria su base sostanziale (3)</b>						
2013	89	9.348	8.247	5.766	2.526	3,22
2014	98	10.298	8.984	5.866	3.398	2,75
2015	87	14.884	13.101	6.571	7.610	1,97
2016	101	16.026	14.517	6.917	8.256	1,94
<b>Totale</b>						
2013	361	55.212	47.963	19.821	32.846	1,67
2014	395	58.367	50.239	18.511	37.529	1,55
2015	417	60.338	51.502	17.342	40.526	1,49
2016	439	64.526	54.890	18.232	43.777	1,47

(1) Fondi segnalanti.  
(2) La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra attivo e patrimonio netto.  
(3) Nel 2015, a seguito del recepimento nell'ordinamento nazionale della direttiva 2011/61/UE su gestori di fondi alternativi, è stata eliminata la nozione di fondo speculativo. Tale categoria viene sostituita dai fondi riservati che possono ricorrere alla leva finanziaria in misura sostanziale (leva superiore a 3). In relazione a tale situazione, alcuni fondi hanno cambiato classificazione originando differenze.

<sup>1</sup> Ciò vuol dire che le relative quote possono essere sottoscritte unicamente nella fase di costituzione o negli eventuali periodi di riapertura successivi, e il rimborso delle stesse avviene solo a scadenze predeterminate. La costituzione nella forma chiusa ha l'obiettivo di preservare il patrimonio del fondo, composto principalmente da attività immobiliari illiquide, dai rischi di possibile calo delle quotazioni conseguenti – in particolare in situazione di stress dei mercati – alle richieste di rimborso dei sottoscrittori.

Recentemente la Banca d'Italia è intervenuta sul comparto dei fondi immobiliari, e in particolare quelli destinati al *retail*, adottando le iniziative indicate di seguito:

- **proroga della durata del fondo**

I fondi immobiliari *retail* sono stati avviati per la maggior parte tra la fine degli anni '90 e gli inizi del 2000, nel periodo di massima crescita delle quotazioni immobiliari in Italia, con durata generalmente compresa fra otto e quindici anni. Molti di questi fondi sono giunti a scadenza nel periodo della crisi, che, come tutti ormai ben sappiamo, ha coinciso con una fase negativa del mercato immobiliare italiano. Le difficoltà incontrate nello smobilizzo degli investimenti hanno spinto parte dei gestori – in particolare nel 2012 e nel 2013 – a richiedere alla Banca d'Italia modifiche dei regolamenti di gestione per prorogare la durata dei fondi, nell'aspettativa di un miglioramento delle condizioni del mercato immobiliare.

Le modifiche sono state autorizzate dalla Banca d'Italia previa verifica del rispetto delle procedure indicate nei regolamenti di gestione e di un'approfondita valutazione da parte del gestore dell'effettiva sussistenza dell'interesse dei partecipanti alla proroga. I gestori sono stati invitati a ridurre le commissioni di gestione nel periodo di estensione dell'operatività del fondo.

Vista la concentrazione di scadenze di un significativo numero di fondi immobiliari *retail* in un arco temporale (2015-2018) particolarmente ristretto, e il connesso rischio di pressioni al ribasso sui prezzi degli immobili, la Banca d'Italia ha contribuito, insieme alla Consob e al Ministero dell'Economia e delle Finanze, a elaborare soluzioni di natura legislativa per dare ai gestori la possibilità di allungare "in via straordinaria" la durata dei fondi di ulteriori due anni al fine di completare il processo di dismissione degli immobili in atto<sup>(2)</sup>. La concessione della proroga è stata condizionata alla preventiva approvazione da parte degli investitori nei fondi, alla riduzione a 1/3 delle commissioni di gestione percepite nel periodo di proroga e alla totale rinuncia a eventuali commissioni di incentivo.

Degli attuali 26 fondi *retail*, solo sei hanno adottato la proroga straordinaria; in taluni casi gli investitori hanno respinto le proposte avanzate in tal senso dalle SGR.

- **valutazione degli attivi immobiliari**

La Banca d'Italia ha previsto criteri omogenei a cui gli operatori devono far riferimento per stimare il valore delle attività detenute dai fondi. Tali criteri tengono conto delle caratteristiche degli immobili (tipo di destinazione d'uso, stato di avanzamento della costruzione, redditività attesa, ecc.) e sono volti a determinare il prezzo al quale i beni potrebbero essere ragionevolmente venduti in condizioni di ordinato funzionamento del mercato.

Per assicurare oggettività e indipendenza al processo di stima, la SGR deve avvalersi di esperti indipendenti in possesso di determinati requisiti di professionalità e onorabilità. La responsabilità ultima della corretta valutazione delle attività del fondo rimane comunque in capo al gestore, il quale può discostarsi dalle valutazioni formulate dagli esperti, motivando tale scelta. Banca d'Italia e Consob hanno indirizzato agli intermediari apposite raccomandazioni volte a rafforzare la capacità delle SGR di verificare il processo di valutazione svolto dagli esperti indipendenti e a evitare conflitti di interesse (con riguardo a quest'ultimo aspetto, il D.M. 30/2015 ha introdotto regole ancora più stringenti).

- **modalità di calcolo delle commissioni di gestione**

Nel dicembre 2015, la Banca d'Italia ha avviato un'azione per accertare, con il coinvolgimento delle funzioni di controllo interno, la correttezza delle modalità di calcolo delle commissioni di gestione applicate dalle SGR ai sottoscrittori di quote di fondi immobiliari retail.

---

<sup>2</sup> Si tratta di una proroga "straordinaria" (art. 22 del D.L. n. 91/2014 c.d. "decreto Competitività" convertito dalla L. n. 11/14) che si va ad aggiungere al così detto "periodo di grazia" già previsto dall'ordinamento (cfr. art. 11, comma 2, del D.M. 30/2015) che permette alle SGR di continuare la vita del fondo, per un massimo di tre anni dopo la scadenza ordinaria, al solo fine di ultimare la liquidazione degli investimenti.

Sono emersi in alcuni limitati casi differenze dovute a disallineamenti nell'interpretazione della normativa. A seguito di questa attività sono stati restituiti agli investitori commissioni impropriamente addebitate per € 4,2 milioni.

### La vigilanza sulle SGR e i poteri sui fondi comuni d'investimento

Le SGR prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio attraverso l'istituzione e la gestione di fondi comuni di investimento. Attualmente nel nostro paese operano oltre 150 SGR. La vigilanza su questi intermediari e sui prodotti da essi gestiti è svolta dalla Banca d'Italia e dalla Consob.

In base al Testo unico della finanza, la Banca d'Italia disciplina e verifica il rispetto degli obblighi in materia di adeguatezza del patrimonio e di contenimento dei rischi, nonché – congiuntamente con la Consob – in tema di governo societario, organizzazione, sistemi di remunerazione e incentivazione, controlli interni ed esternalizzazione di funzioni e servizi essenziali. La Consob è responsabile per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Le SGR devono essere iscritte in appositi albi tenuti dalla Banca d'Italia, disponibili [qui](#).

L'azione di vigilanza è commisurata alla complessità operativa e organizzativa, nonché ai rischi assunti dagli intermediari; vengono presi in considerazione la capacità reddituale e la sostenibilità del modello di *business*, il sistema di governo societario e dei controlli interni, l'adeguatezza dei mezzi propri in relazione ai rischi maggiormente rilevanti per le SGR – quelli strategici, operativi, legali e reputazionali (meno significativa è l'esposizione ai rischi di credito, di mercato, di tasso e di liquidità).

Relativamente ai fondi comuni (oltre 1.500), sono oggetto di regolamentazione e controllo i criteri e i divieti all'attività di investimento, i limiti prudenziali in materia di contenimento e frazionamento del rischio (per i fondi *retail*, cioè destinati al pubblico), gli schemi dei prospetti contabili e le modalità di valutazione dei beni. La Banca d'Italia, inoltre, approva i regolamenti di gestione dei fondi *retail* e le relative modifiche. Questi controlli sono finalizzati a verificare le modalità di assunzione dei rischi da parte dei gestori per conto della clientela. Per tale via, si misura la capacità del gestore di mantenere il rapporto fiduciario con gli investitori e l'eventuale esposizione ai rischi legali e reputazionali.

Fatte salve le limitate eccezioni dei fondi garantiti, che comunque non riguardano il comparto immobiliare, non sussiste per i gestori dei fondi comuni d'investimento un obbligo a rimborsare il valore originariamente investito, ma solo a gestire al meglio le risorse ricevute nell'interesse degli investitori, i quali partecipano pro-quota al risultato della gestione e ne sopportano i rischi connessi.

Il quadro normativo e operativo delineato riflette le disposizioni comunitarie e le linee guida formulate dalle Autorità di vigilanza europee, in particolare la *European Securities and Markets Authority (ESMA)*.