



L'andamento del mercato immobiliare

Gli strumenti di finanza immobiliare

L'edizione di metà anno di questa newsletter è dedicata agli strumenti di finanza immobiliare e ne presenta il dimensionamento e la fotografia congiunturale. Come è noto, l'investimento nel real estate può avvenire attraverso diverse opzioni: acquisto diretto di immobili, acquisto di imprese operanti nel settore, investimento in fondi sui mercati azionari e in fondi non quotati e operazioni in club deal.

Tra gli strumenti di finanza innovativi si segnala il Real Estate Crowdfunding (RECF), che ha esordito di recente sul mercato italiano.

I fondi immobiliari

A consuntivo 2017, il numero totale dei fondi immobiliari italiani si è consolidato su 485 veicoli, di cui il 96% di tipo riservato e il 4% di tipo retail (tav. 1). Rispetto al 2016 diminuiscono i fondi retail e aumentano i fondi di tipo riservato (+51 iniziative), suddivisi tra fondi riservati non speculativi (25) e fondi che utilizzano la leva su base sostanziale (26).

L'esperienza degli strumenti retail è destinata ad esaurirsi entro il 2022 quando saranno liquidati i fondi attivi rimanenti, scesi a gennaio 2018 a quota 17.

Il patrimonio netto ha superato i 49 miliardi di euro, di cui il 95% circa in fondi riservati mentre il totale gestito ha raggiunto i 70,8 miliardi di euro. Rispetto all'universo delle gestioni collettive pari a circa 2.089 miliardi di euro al 31 dicembre 2017, il totale dei fondi immobiliari pesa il 3,4% (stime su dati Assogestioni e Banca d'Italia). Le nuove iniziative sono unicamente di tipo riservato.

Nonostante l'aumento dei fondi, il numero di SGR è rimasto invariato e pari a 37.

Le prime 5 società del settore continuano a rappresentare la metà del totale dell'attivo gestito, le prime 10 società il 70% (tav. 2). Il patrimonio complessivamente gestito dai fondi, tra il 2016 e il 2017, è aumentato del 9,8%, raggiungendo circa i 71 miliardi di euro.

Nei primi cinque mesi del 2018, la dismissione degli immobili è proseguita con vendite per 171 milioni di euro, rispetto a

Tavola 1 - Fondi immobiliari e SGR operativi in Italia al 31 dicembre 2017 e variazioni % annuali

	FONDI RETAIL		FONDI RISERVATI		TOTALE	
	2017	2017/2016	2017	2017/2016	2017	2017/2016
Fondi autorizzati (num)	21	-19,2%	464	+12,3%	485	+10,5%
Patrimonio netto (mld euro)	2,5	-23,4%	46,9	+15,5%	49,4	+12,8%
Investimenti immobiliari (mld euro)	2,5	-25,5%	58,1	+12,6%	60,6	+10,4%
Totale attivo (mld euro)	3,0	-26,1%	67,7	+12,1%	70,8	+9,7%
Società di gestione del risparmio (SGR) (num)	-	-	-	-	37	0,0%

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia e Assogestioni.

Tavola 2 - Asset Under Management delle SGR specializzate (miliardi di euro; al 31.12)

	2007	2016	2017	VAR. % 2016-2017
Top 5 SGR	19,7	31,7	33,2	+4,7%
Top 10 SGR	24,3	45,1	48,4	+7,3%
Totale SGR	36,1	64,5	70,8	+9,8%
peso Top 5 su totale	49%	47%	49%	
peso Top 10 su totale	70%	68%	70%	

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati di bilancio delle Sgr e Banca d'Italia.

Tavola 3 - Evoluzione del valore del patrimonio di fondi immobiliari retail per anno di scadenza

ANNO DI SCADENZA	SITUAZIONE AL 31.12.2017	
	NUMERO FONDI IN SCADENZA	IMMOBILI E DIRITTI REALI (MLN €)
2017	1	24
2018	5	307
2019	6	1.060
2020	4	567
2021	1	297
2022	1	123
Totale	18	2.378

Nota: nei calcoli sono considerate sia le proroghe già deliberate che gli eventuali periodi di grazia (ulteriori tre anni).

La data di scadenza del fondo Alpha (2019) fa riferimento al Business Plan come riportato nel rendiconto del 30.06.2012.

Fonte: elaborazioni Nomisma sui rendiconti dei fondi.

valutazioni per 192 milioni, con una perdita cumulata dell'11,19%. Si evidenzia inoltre che dal 2009 ad oggi la variazione cumulata è pari a -34,4%, più marcata rispetto alla flessione media dei prezzi registrati sul mercato immobiliare tradizionale (residenziale -22%, uffici -25% e negozi -21%).

L'approssimarsi a scadenza delle 18 iniziative impone ad esperti

indipendenti e SGR ulteriore prudenza nella definizione dei valori degli attivi immobiliari (tav. 3). Nel corso del secondo semestre 2017, la variazione, al netto della movimentazione dei portafogli, è stata pari al -2,0% che su base annuale raggiunge il -2,9%.

Le difficoltà di dismissione dei fondi immobiliari sono state in parte mitigate dalla forte accelerazione del mercato corporate, sostenuto soprattutto da investitori stranieri. Gli 11 miliardi di euro raggiunti al termine del 2017 nel segmento dimostrano una capienza teoricamente idonea a garantire nei prossimi 5 anni l'assorbimento degli attivi residuali. Le difficoltà si spostano così sul tema della qualità degli asset più che sulla dimensione del mercato.

L'avanzamento della liquidazione dei fondi retail quotati fatica a riflettersi, ancora una volta, negli andamenti borsistici. Lo sconto rispetto al NAV si mantiene, infatti, nell'ordine del 40% (fig. 1), anche se la variabilità tra i fondi è marcata. Nell'ultimo periodo si è ristretta la forbice tra lo sconto rispetto al NAV dei fondi in scadenza nel prossimo biennio (-35,4%) e quelli che si concluderanno tra il 2020 e il 2022 (-42,5%). In particolare, si passa dal +1,7% di Risparmio Immobiliare Energia Uno, al -54,4% di Amundi RE Italia.

Le società immobiliari quotate

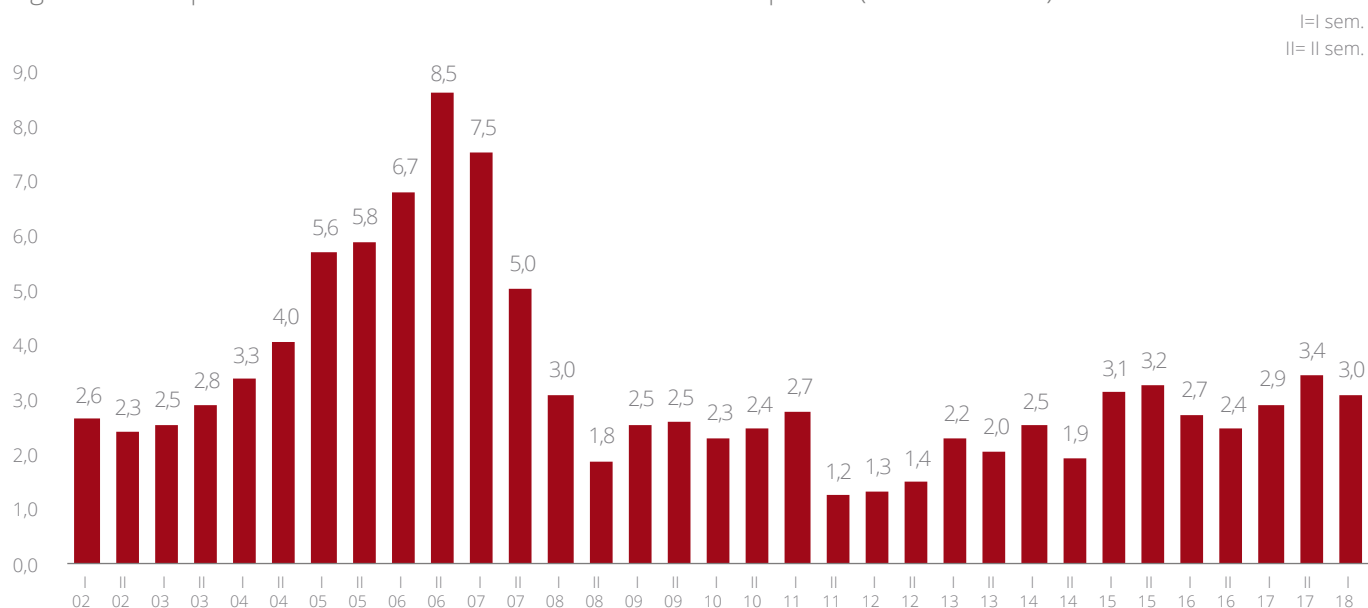
Il segmento immobiliare quotato italiano conferma le sue dimensioni del tutto modeste rispetto ai principali mercati europei. Nei primi cinque mesi del 2018, gli andamenti dei titoli

Figura 1 - Evoluzione dello sconto rispetto al NAV dei fondi immobiliari quotati (giugno 2007 - aprile 2018)



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati BNP Paribas REIM.

Figura 2 - La capitalizzazione di Borsa delle società immobiliari quotate (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Datastream.

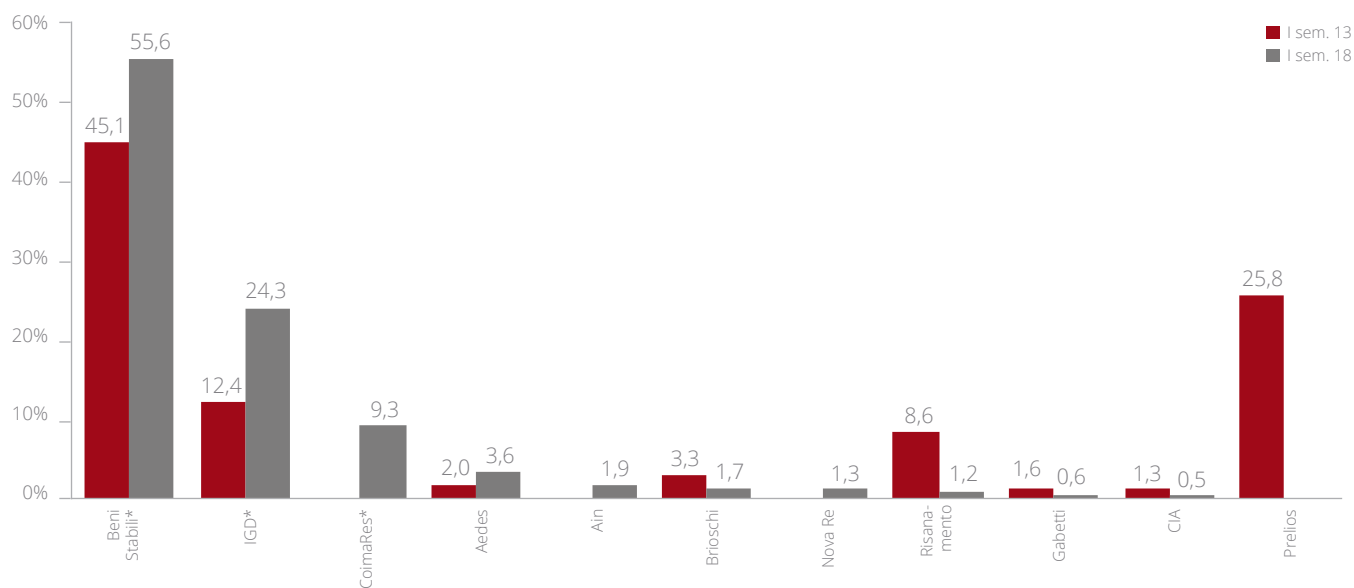
sono risultati quasi tutti in calo, con un arretramento della capitalizzazione complessiva a 3 miliardi di euro, rispetto ai 3,4 raggiunti nel secondo semestre 2017 (fig. 2).

Parte di tale contrazione è riconducibile al delisting di Prelios in seguito all'Opa di Lavaredo (Davidson Kempner Capital Management), che ha comportato una riduzione di circa 130 milioni di euro. Per contro Beni Stabili è cresciuta del 2,6% fino a 1,36 miliardi di euro, in conseguenza dell'accordo di fusione per

incorporazione in Foncière des Régions, azionista al 52,4%, oltre ad un flottante pari al 36,9% e alle quote del 5% di Anima Sgr e del 5,7% di Crédit Agricole.

La composizione dell'indice FTSE Beni Immobili continua ad essere dominata dalle prime due SIIQ (Beni Stabili e IGD) (fig. 3). Coima Res, Aedes e Nova Re - le SIIQ più recenti - tendono a stabilizzare la propria incidenza o al più a retrocedere leggermente negli ultimi 12 mesi.

Figura 3 - Composizione dell'indice FTSE Beni Immobili (I semestre 2013 e 2018) - valore %



* Società di investimento immobiliare quotata (SIIQ).

Fonte: elaborazioni Nomisma su fonti varie.

Tavola 4 - Investimenti dei fondi comuni di diritto italiano (dicembre 2017; quota % sul totale)

	FONDI PIR	FONDI NON PIR
Titoli di non residenti	12,5	64,2
Titoli di residenti - di cui:	87,5	35,8
Titoli di Stato	2,9	24,8
Fondi Comuni	0,0	4,2
Società finanziarie	28,2	4,1
Società non finanziarie - di cui:	56,4	2,7
Azioni	35,8	1,2
Obbligazioni	20,6	1,5
Totale	100,0	100,0
Miliardi di euro	12,4	230,7

Fonte: Banca d'Italia - Rapporto sulla stabilità finanziaria 1/2018.

Un possibile contributo al rilancio del real estate quotato italiano potrebbe venire dagli investimenti dei PIR (Piani Individuali di Risparmio a lungo termine), introdotti dalla legge di bilancio per il 2017 (L.232/2016). Nel primo anno di attività i PIR hanno raccolto 12,4 miliardi di euro investiti prevalentemente in società non finanziarie (56,4% del totale) e, nello specifico, in azioni (35,8%) (tav. 4).

La normativa prevede che almeno il 70% del valore complessivo degli attivi detenuti nel piano di risparmio debba essere

investito in strumenti finanziari; e che di questo 70% almeno il 30% sia investito in prodotti finanziari emessi da imprese diverse da dell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Questo potrebbe favorire l'inclusione dei PIR nei veicoli eleggibili di SIIQ e fondi immobiliari. Non si tratta, di uno sviluppo scontato, per la diffidenza con cui gestori e famiglie guardano al comparto della finanza immobiliare nonostante le agevolazioni fiscali previste.