



## L'andamento del mercato immobiliare

### Il punto sul mercato della finanza immobiliare

La finanza rappresenta per il settore immobiliare un elemento imprescindibile. A distanza di qualche lustro, l'immobiliare quotato italiano si conferma esiguo e sottocapitalizzato, con l'esperienza dei fondi *retail* ormai prossima all'epilogo, che si è rivelata non particolarmente brillante, e quella delle società caratterizzata più da iniziative di delisting che da nuove quotazioni.

I fondi immobiliari *retail*, prima, e le società di investimento immobiliare quotate (SIQ), poi, nelle intenzioni del legislatore, hanno rappresentato l'opportunità di coniugare la fungibilità dell'investimento finanziario, con la possibilità di impiego in ambito immobiliare in forma indiretta. Oggi, a fronte dell'imminente conclusione dell'esperienza dei fondi immobiliari rivolti ai risparmiatori, prosegue per contro senza sosta la crescita dei veicoli dedicati agli investitori qualificati, a conferma di difficoltà non legate alla tipologia di prodotto, quanto alla comprensione delle caratteristiche da parte

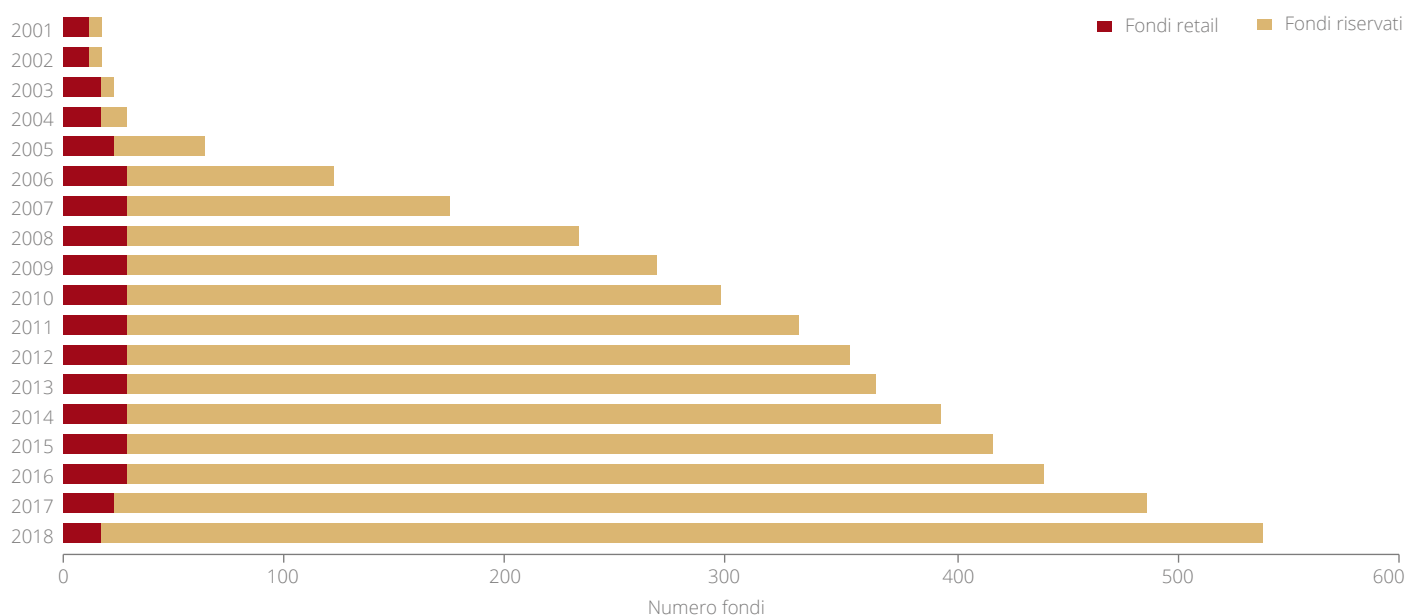
del target di riferimento, oltre che al rispetto dell'obbligo di quotazione previsto dalla normativa.

Anche gli strumenti di più recente introduzione nell'ordinamento italiano - le SICAF<sup>1</sup> - paiono destinati ad incontrare l'interesse unicamente degli investitori professionali e non dei piccoli risparmiatori, distanti dalla prospettiva di poter incidere sulle strategie societarie.

Da ultimo, si evidenzia che la facoltà di ampliamento al comparto immobiliare riconosciuta lo scorso anno ai PIR sembra ad oggi non avere prodotto gli effetti sperati.

Di fatto, nel contesto complessivo del Paese, a ricoprire un ruolo cruciale non sono gli strumenti introdotti più di recente o, più in generale, quelli volti a promuovere forme di accesso al comparto in via indiretta, ma quelli tradizionali (mutui *in primis*), che continuano a rappresentare lo strumento in grado di coniugare la spinta delle famiglie italiane verso la proprietà immobiliare con la fragilità economica di molte di esse.

Figura 1. Evoluzione dei fondi immobiliari in Italia



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati BNP Paribas REIM.

1. Con il D.lgs. 44/2014, che ha modificato ed integrato il Testo Unico della Finanza ("TUF") in attuazione della Direttiva AIFM, è stato introdotto anche in Italia un nuovo veicolo di investimento, la SICAF (Società di Investimento a Capitale Fisso), che si affianca alle normali società di capitali e ai fondi. Le SICAF sono da considerarsi "Fondi di Investimento Alternativi" ("FIA"). Oltre alla categoria generale delle SICAF, la normativa ha inoltre introdotto le **SICAF Immobiliari**, ovvero società che investono in beni immobili e che recentemente stanno iniziando a diffondersi. La qualifica di "SICAF immobiliare" deriva dalle caratteristiche degli investimenti: il patrimonio complessivo della SICAF deve essere investito in misura non inferiore ai due terzi nel "patrimonio tipico", rappresentato da beni immobili, diritti reali immobiliari (inclusi contratti di leasing immobiliare), partecipazioni in società immobiliari, quote di altri FIA immobiliari, anche esteri.

## I fondi immobiliari

A consuntivo 2018, il numero totale dei fondi immobiliari italiani si è consolidato su 541 veicoli, di cui il 97% di tipo riservato e il 3% di tipo *retail* (tav. 1). L'esperienza degli strumenti *retail* si sta avviando lentamente alla conclusione, a meno di nuove richieste di proroga o periodi di grazia necessari a dismettere i patrimoni residui dei fondi.

Il patrimonio netto ha raggiunto i 57 miliardi di euro, in aumento del 12,8% su base annua, mentre il totale gestito ha raggiunto circa 80 miliardi di euro (+9,1%).

Allo stesso tempo, il numero di SGR è sceso a 36 unità. Nonostante la razionalizzazione del comparto, tramite fusioni e acquisizioni, il peso delle prime 5 SGR ha continuato a ridursi, raggiungendo una quota pari al 46,8% del totale, con una flessione del 2,2% rispetto al dato osservato nel 2017. Il patrimonio detenuto dalle prime 5 società è, al contrario, progressivamente aumentato attestandosi a 36,4 miliardi di euro alla fine del 2018. Per quanto riguarda le prime 10 SGR, il valore totale degli attivi è aumentato anch'esso fino a raggiungere i 53,5 miliardi di euro, con un peso complessivo sul mercato del 68,7% (tav. 2).

Al di là degli aspetti legati alle economie di scala derivanti dalla razionalizzazione del modello di gestione, a fronte di maggiori volumi gestiti rispetto agli anni passati, a limitare la nascita di nuove SGR è stata anche l'introduzione nel mercato italiano delle SICAF (Società di Investimento a Capitale Fisso).

Gli operatori nutrono aspettative su tali strumenti che potrebbero ridare slancio al comparto della finanza immobiliare italiana, soprattutto in ragione della possibilità riconosciuta al socio investitore di incidere nelle decisioni di investimento in misura maggiore rispetto alle SGR, nonché dell'assenza di una scadenza temporale.

Il totale degli attivi gestiti dall'industria dei fondi immobiliari, nel corso del 2018, è aumentato di circa il 10% (raggiungendo un totale di 77,8 miliardi di euro). L'aumento più rilevante ha riguardato Generali Immobiliare Italia SGR, passata dai 5,5 miliardi di euro di AUM del 2017 ai 9 miliardi di euro di AUM del 2018. Dea Capital Real Estate SGR si conferma la prima società per valore degli asset gestiti, con circa 9,5 miliardi di euro di AUM.

La trasformazione in atto nel settore risulta ormai consolidata se si osserva l'andamento del patrimonio gestito dai fondi suddiviso tra clientela *retail* e riservata. Al termine del 2018, infatti, la quota di patrimonio netto degli strumenti al dettaglio è ulteriormente scesa al 4%, con la prospettiva di annullarsi progressivamente con l'avanzare dei processi di liquidazione delle ultime iniziative rimaste sul mercato e dalle quali non è attesa alcuna ulteriore performance.

Al di là della transizione in atto nel settore, nel corso degli ultimi anni l'industria dei fondi immobiliari è tornata a far registrare performance positive, riportando il grado di leva finanziaria

Tavola 1. Fondi immobiliari e SGR operativi in Italia al 31 dicembre 2018 e variazioni % annuali

	FONDI RETAIL		FONDI RISERVATI		TOTALE	
	2018	2018/2017	2018	2018/2017	2018	2018/2017
Fondi autorizzati ( <i>num</i> )	17	-19,0%	524	+12,9%	541	+11,5%
Patrimonio netto ( <i>mld euro</i> )	2,0	-19,7%	40,6	+11,3%	57,0	+12,8%
<b>Totale attivo (<i>mld euro</i>)</b>	<b>2,3</b>	<b>-26,1%</b>	<b>53,6</b>	<b>+10,0%</b>	<b>79,9</b>	<b>+9,1%</b>
Società di gestione del risparmio (Sgr) ( <i>num</i> )	-	-	-	-	36	-2,7%

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

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

	2008	2017	2018	VAR. % 2018/2017
Top 5 SGR	22,5	33,2	36,4	+9,6%
Top 10 SGR	28,7	48,4	53,5	+10,5%
<b>Totale SGR</b>	<b>42,4</b>	<b>70,8</b>	<b>77,9</b>	<b>+10,0%</b>
peso Top 5 su totale	53,1%	49,0%	46,8%	-2,2%
peso Top 10 su totale	67,7%	70,0%	68,7%	-1,3%

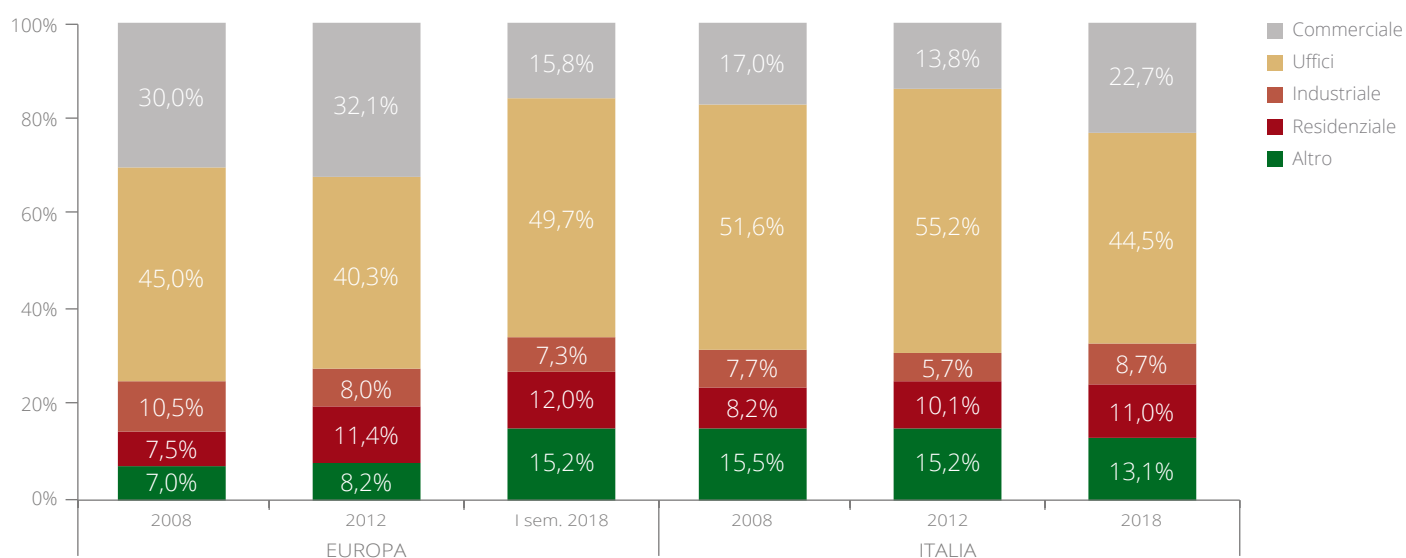
Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia e Assogestioni.

su livelli accettabili rispetto alla fase più critica del mercato del biennio 2012-2013, anche per i fondi di tipo "speculativo" (ora al 66%). L'ulteriore espansione del comparto è tuttavia da imputare totalmente ai fondi riservati soprattutto grazie ad operazioni che hanno coinvolto immobili ad uso commerciale e direzionale nel Nord del Paese (in prevalenza a Milano).

Nel corso del 2018, l'asset allocation tipologica si è sostanzialmente allineata a quella europea con una quota maggioritaria di uffici, seguita da quella commerciale. Emerge inoltre una maggiore attenzione verso tipologie diverse dalle tradizionali. Tra i segmenti più rilevanti si segnalano hôtellerie, studentati e senior housing (fig. 2).

La difficoltà di giungere alla liquidazione dei patrimoni immobiliari entro le scadenze previste continua ad influenzare gli andamenti di Borsa dei fondi quotati. Nonostante gran parte delle iniziative sia ormai giunta al termine, il differenziale rispetto al NAV continua a restare elevato, anche se in riduzione rispetto al dato di fine 2018, attestandosi ad aprile 2019 nell'ordine del 35%. Si tratta, come sempre, di una sintesi di andamenti differenti, anche se coerenti rispetto alle scadenze e ai portafogli residui. Se Opportunità Italia e Socrate fanno registrare sconti elevati e pari, rispettivamente al -54,1% e al -45,5%, Risparmio Immobiliare Uno Energia continua a quotare a premio (+1,9%).

Figura 2. Distribuzione dell'asset allocation dei fondi immobiliari italiani ed europei 2008-2012-2018



Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Banca d'Italia.

## Le società immobiliari quotate (SIIQ)

Tra la fine del 2018 e i primi mesi del 2019 la composizione dell'indice FTSE Beni Immobili è mutata profondamente.

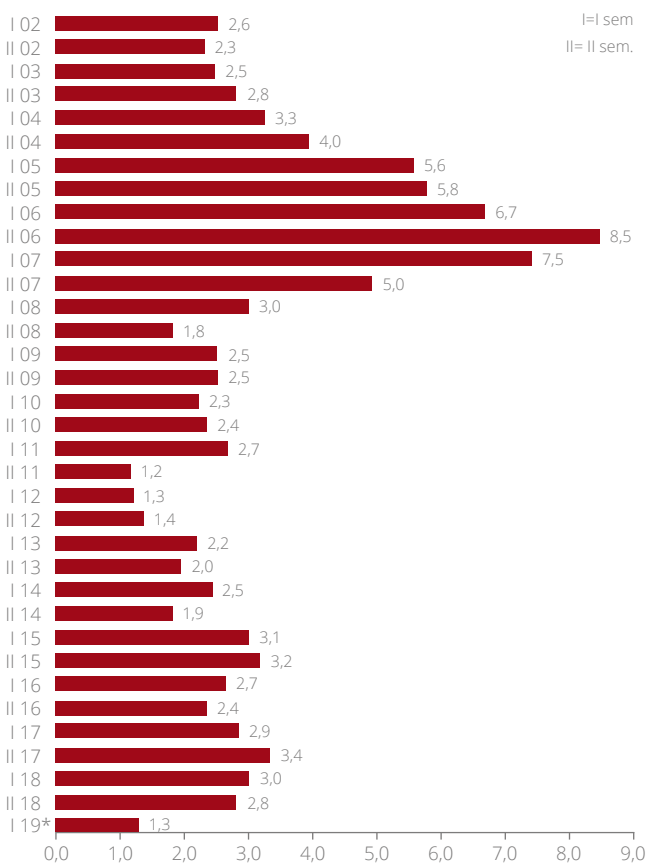
Al delisting di Prelios, avvenuto a maggio 2018 in seguito all'OPA di Lavaredo, sono seguite altre due importanti novità.

- La prima ha riguardato la nascita di Covivio, la società immobiliare scaturita dalla fusione fra Beni Stabili e Foncière des Régions, che risulta quotata anche presso Borsa Italiana a partire da gennaio 2019.
- La seconda ha riguardato, invece, la scissione di Aedes SIIQ in Sedea SIIQ, avvenuta a dicembre 2018. In seguito, Aedes SIIQ ha modificato il proprio nome in Restart SIIQ, mentre Sedea SIIQ ha mutato la propria denominazione sociale in Aedes SIIQ. Le azioni e i warrant di Restart SIIQ sono rimasti quotati sul MTA di Borsa Italiana.

Tali novità hanno mutato la capitalizzazione totale del settore, passata dai 2,8 miliardi di euro di fine 2018 ai 1,32 miliardi della primavera 2019, principalmente a causa dell'uscita di Beni Stabili dal numero delle società considerate (fig. 3).

In seguito a tali eventi, IGD SIIQ e a COIMA RES SIIQ hanno acquisito ruolo di leader di mercato, con quote in termini di capitalizzazione rispettivamente del 52,5% e del 20,8%. Indipendentemente dalla nuova composizione dell'indice, gli andamenti borsistici delle società immobiliari quotate nella prima parte del 2019 sono stati decisamente positivi, consentendo pressoché a tutti i titoli di recuperare il tracollo patito nel secondo semestre dello scorso anno. In particolare, la performance dell'indice FTSE Italia Beni Immobili, rispetto ai minimi di fine 2018, è stata superiore al 20%.

Figura 3. La capitalizzazione di Borsa delle società immobiliari quotate, 2002-2019\* (miliardi di euro)



### Crowdfunding in crescita

Nel panorama non brillante dell'immobiliare quotato italiano, in continua attesa di un vero decollo, nuove modalità, come ad esempio il crowdfunding, potrebbero in prospettiva dare nuova spinta al settore. Ad oggi le iniziative risultano in crescita, anche se i volumi non sono ancora elevati. La creazione di portali specializzati, che consentono di effettuare investimenti immobiliari di modesta entità funzionali alla diversificazione del portafoglio, potrebbero risultare una nuova opportunità liquida e, al contempo, non così rischiosa in grado di prendere il posto dei fondi retail.

Nella realtà occorre distinguere due tipologie di iniziative:

- nel caso di *equity crowdfunding* vengono acquisite quote della società proprietaria dell'immobile o dello sviluppo con maggior rischio (e maggior ritorno potenziale);
- nel caso di *lending crowdfunding* il rischio e la redditività risultano inferiori poiché l'investitore diventa titolare di un diritto di credito.

Tali forme di investimento potrebbero essere interessanti per nuovi interventi (in particolare residenziali), a completamento di una base di equity dell'investitore e di leva bancaria, tuttora evidentemente imprescindibili per l'avvio di qualsiasi forma di sviluppo immobiliare.