

---

# **Il processo di gestione di un fondo immobiliare**

## Definizioni

---

### i. Fondo comune di investimento

- l'Oicr costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore;

### ii. OICR

- l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata
- **«Oicr aperto»:** l'Oicr i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'Oicr;
- **«Oicr chiuso»:** l'Oicr diverso da quello aperto;
- **«Oicr alternativo»:** il fondo comune di investimento, la Sicav e la Sicaf rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi

### iii. OICVM

- Il fondo comune di investimento e la Sicav rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari

### iv. Fondi immobiliari

- i fondi e le SICAF che investono in beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, e parti di altri FIA immobiliari, anche esteri (...)

## Definizioni

---

### i. Riserva di attività

- L'art. 32-quater TUF riserva l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio alle SGR, alle SICAV, alle SICAF, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE che gestiscono un FIA italiano, attribuendo alla Banca d'Italia, sentita la Consob, il potere di adottare norme di attuazione, nel rispetto delle disposizioni comunitarie. Il servizio di gestione collettiva del risparmio si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi (art. 1, lett. n.). Tale attività, che costituisce l'oggetto della riserva, è svolta direttamente dal gestore, ferma restando la possibilità di delegare a terzi specifiche funzioni nei limiti previsti dall'ordinamento. I gestori, inoltre, possono svolgere le attività di amministrazione e commercializzazione degli OICR gestiti, che completano il servizio di gestione collettiva, e le altre attività indicate nell'art. 33 TUF.

### ii. Investitori Professionali

- i clienti professionali privati, i clienti professionali pubblici, nonché coloro che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali, ai sensi dell'articolo 6, commi 2-quinquies e 2-sexies, del TUF. Un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume. Si intendono clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento: (1) i soggetti che sono tenuti a essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi, fondi pensione e società di gestione di tali fondi, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals), altri investitori istituzionali, agenti di cambio, le imprese di grandi dimensioni (...)

### iii. Investitori al dettaglio

- gli investitori che non sono investitori professionali;

## I Fondi Immobiliari – Principali elementi distintivi

---

- i. Sono retail o riservati
  - I fondi retail sono sottoscritti mediante la sollecitazione del pubblico risparmio; I fondi riservati sono sottoscritti da soggetti professionalmente qualificati
- ii. Sono a raccolta o ad apporto
  - I fondi a raccolta prevedono la raccolta della liquidità e successivamente l'investimento in asset immobiliari
  - I fondi ad apporto prevedono il conferimento diretto da parte dei sottoscrittori, che ricevono quote di partecipazione, a fronte di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari con caratteristiche compatibili con le linee di investimento stabilite nel relativo regolamento di gestione
  - Il patrimonio può essere raccolto mediante più emissioni di quote a seconda delle esigenze di investimento. In coincidenza con le nuove emissioni può effettuare rimborsi parziali anticipati delle quote.
- iii. Requisito di pluralità di partecipanti e di indipendenza della gestione del fondo da parte della Sgr
- iv. Cartolarizzazione dell'investimento: l'investimento immobiliare viene frazionato in quote liberamente trasferibili
- v. Fiscalità agevolata: in Italia sono dalle esenti dalle imposte dirette e godono di una fiscalità agevolata relativamente alle imposte di registro ed ipocatastali (es. imposta ipocatastali al 2% ed imposte di registro in alcuni casi in misura fissa).
- vi. Deconsolidamento del debito: la posizione debitoria del Fondo è indipendente dalla posizione debitoria dei quotisti del Fondo

## I Fondi Immobiliari – Soggetti coinvolti

---

- i. Società di gestione del risparmio
- ii. Funzioni di controllo interne alla SGR:
  - Consiglio di Amministrazione (governa il sistema dei Controlli Interno e gestisce i rischi)
  - Collegio Sindacale
  - Compliance
  - Antiriciclaggio
  - Internal Audit
  - Risk Management
  - Organismo di Vigilanza ex Dlgs 231/2001 (Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300)
  - Dirigente Preposto ex art.154 bis del TUF (redazione dei documenti contabili societari)
- iii. Funzioni di controllo esterne alla SGR (Depositario, Società di Revisione, Banca d'Italia, Consob)
- iv. Assemblea dei quotisti del Fondo
- v. Comitato Tecnico Consultivo
- vi. Borsa Italiana Spa
- vii. Monte Titoli Spa
- viii. Collocatore
- ix. Asset Manager
- x. Property Manager
- xi. Facility Manager
- xii. Esperti Indipendenti

## Il sistema dei controlli (cenni)

---

Il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi è l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi, così da contribuire a una conduzione dell'impresa coerente con gli obiettivi aziendali e che favorisca l'assunzione di decisioni consapevoli. Un efficace Sistema di Controllo Interno deve perseguire e garantire la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità delle informazioni tra organi sociali e verso il mercato e il rispetto di leggi, regolamenti, statuto sociale e procedure interne.

**Collegio Sindacale** – art. 149 e segg del TUF

**Revisione Interna (Internal Audit)** - verifica la correttezza dell'operatività aziendale ai fini del contenimento dei rischi, l'efficacia dell'organizzazione, il rispetto dei limiti previsti dai meccanismi di delega, la funzionalità del complessivo sistema dei controlli interni, l'affidabilità dei sistemi informativi, inclusi i sistemi di elaborazione automatica dei dati e dei sistemi di rilevazione contabile. Le verifiche condotte dalla revisione interna sono altresì finalizzate all'eventuale adozione, da parte dell'azienda, dei provvedimenti, anche di carattere disciplinare, nei confronti del personale interessato. A tutti i fini sopra indicati, la revisione interna conduce controlli periodici, inclusi gli accessi ispettivi, effettuati secondo il menzionato piano di audit e verifica con sistematicità la regolarità delle operazioni ed esegue accertamenti specifici nelle aree organizzative interessate da rischi di irregolarità.

**Compliance** - valuta il rischio di non conformità sotteso alle scelte strategiche adottate e svolge un'attività di verifica preventiva e di successivo monitoraggio dell'efficacia delle procedure aziendali in un'ottica di prevenzione e controllo dei rischi di non conformità alle norme poste a tutela della clientela in tema di servizi di investimento, distribuzione di prodotti finanziari e gestione collettiva, e ciò anche in relazione all'evoluzione del contesto normativo e operativo di riferimento. A tali fini, la compliance verifica i fenomeni aziendali, sulla base di indici di significatività, atti a rilevare l'idoneità delle procedure ad assicurare il rispetto delle regole di condotta (correttezza e trasparenza dei comportamenti); in tale prospettiva può svolgere controlli in loco. La compliance cura che vengano realizzati tempestivamente gli interventi correttivi per superare le carenze rilevate ed assicurare l'efficacia delle procedure aziendali e dei presidi a tutela della clientela.

## Il sistema dei controlli (cenni)

---

**Risk Management** - alle SGR è richiesto di adottare una politica di gestione del rischio volta a disciplinare prevalentemente le seguenti tematiche:

- a) i ruoli e le responsabilità degli organi e delle funzioni aziendali in materia di gestione del rischio ed i presidi in relazione ad eventuali conflitti di interesse che possono pregiudicare l'indipendenza della Funzione RM;
- b) le tecniche e gli strumenti adottati per la mappatura, l'analisi, la misurazione e la gestione dei rischi;
- c) i limiti di rischio fissati ed i presidi adottati per assicurare la loro corrispondenza con il profilo di rischio dei fondi gestiti, comunicato agli investitori;
- d) i termini, il contenuto, la frequenza e i destinatari degli aggiornamenti periodici da parte della Funzione RM.

La Funzione di gestione del rischio deve avere un ruolo indipendente nella struttura organizzativa aziendale; ad essa sono affidati i compiti indicati dagli articoli 39, 42 e 43 del Regolamento 231/2013 richiamati dall'art. 46 del Regolamento Mifid Banca d'Italia.

### ***Rischi Finanziari***

- I. Definizione della mappa dei rischi e delle relative metodologie di misurazione
- II. Valutazione dei rischi dei singoli investimenti, del portafoglio investimenti e dei fondi tramite l'applicazione di approcci qualitativi e quantitativi
- III. Calcolo della leva sostanziale e controllo dei limiti, normativi o regolamentari, del fondo
- IV. Analisi nuovi prodotti
- V. Monitoraggio nuovi investimenti e dismissioni
- VI. Monitoraggio del rischio di liquidità
- VII. Monitoraggio del rischio controparte

### ***Rischi Operativi***

- I. Identificazione e mappatura dei rischi operativi
- II. Supporto al processo di autovalutazione dei rischi
- III. Censimento e valutazione dell'adeguatezza del sistema di controllo interno per la mitigazione dei rischi
- IV. Quantificazione del rischio residuo e supporto alla definizione di piani di intervento

### ***Analisi delle valutazioni***

- I. Analisi del processo di valutazione
- II. Verifica delle assumption valutative
- III. Reperforming delle valutazioni e analisi delle varianze

## Perché investire in immobili attraverso un fondo immobiliare

---

- i. Rivalutazione del valore degli immobili nel lungo termine
- ii. Protezione dall'inflazione nel lungo termine
- iii. Per diversificare gli «asset» del portafoglio investito
- iv. Per diminuire il rischio complessivo del portafoglio per effetto della correlazione negativa tra gli asset
- v. La gestione professionale «in monte» permette una contrazione dei rischi rispetto all'investimento effettuato dal singolo investitore
- vi. La specializzazione del gestore consente una gestione dei rischi professionale

## I rischi tipici dell'investimento immobiliare

---

Il rischio attribuibile ad un investimento è rappresentato dalla volatilità dei redditi futuri generati dallo stesso. L'assunto fondamentale della logica finanziaria è che l'investitore razionale, a parità di reddito, preferisce l'investimento meno rischioso e a parità di rischio il più redditizio.

- i. Rischio paese
- ii. *Rischio di mercato***
- iii. Rischio di tasso
- iv. Rischio cambio
- v. *Rischio conduttore e rischio di «vacancy»***
- vi. Rischio venditore
- vii. *Rischi tecnici, ambientali e legali***
- viii. Rischio fiscale
- ix. Rischio di inefficienza gestionale

## I rischi tipici dell'investimento immobiliare

---

L'investimento immobiliare è di per se caratterizzato da:

- i. Assenza di un mercato regolamentato (vs mercato borsistico)
- ii. Presenza di operatori eterogenei
- iii. Elevata asimmetria informativa
- iv. I valori e le condizioni delle transazioni immobiliari non sono resi noti al mercato immediatamente. Le transazioni successive e le stime dei periti si basano principalmente su valori storici con conseguente effetto di ripetitività (sottostima della volatilità effettiva)
- v. Costi transazionali consistenti (due diligence, imposte, spese notarili, commissioni di intermediazione, etc.)
- vi. Scarsa liquidità
- vii. Tempi elevati
- viii. Consistente valore unitario quindi problematicità della diversificazione dei portafogli (-> specializzazione)
- ix. Beni ad elevata complessità di natura gestionale

## Cosa «ruota» intorno all'immobile

---

### i. Urbanistica

- disciplina (sorta come scienza autonoma alla fine del Settecento, in seguito alla rivoluzione industriale) che ha per oggetto l'analisi del territorio in generale e la messa a punto dei mezzi tecnici, legislativi, amministrativi, politici, finalizzati alla progettazione, o all'adeguamento a nuove esigenze, sia di centri urbani sia di infrastrutture, che si avvale dell'apporto delle scienze economiche, statistiche, sociali e tiene conto delle modificazioni che le nuove strutture generano nell'ambiente

### ii. Edilizia

- è il momento operativo che traduce in una "realtà costruita" l'assetto del territorio, sia come insieme delle attività (politiche, economiche, tecniche, scientifiche, artistiche, sociali, legislative, ecc.) finalizzate a tale scopo, sia come insieme delle opere necessarie all'insediamento umano. Con il termine «edilizia» si indica quindi l'attività e le opere dell'uomo per rendere il territorio agibile a fini insediativi. Perciò l'edilizia non può essere sottratta a una visione sul piano urbanistico, in quanto rappresenta il "farsi" della pianificazione urbanistica. In tal senso le opere dell'edilizia investono la struttura globale dell'insediamento abitativo e s'identificano con un qualsiasi spazio costruito o con una qualsiasi opera infrastrutturale che concorra a realizzare un intervento insediativo:

- ✓ Per **spazio costruito** s'intende il luogo e l'ambiente che l'uomo crea artificialmente per poter svolgere determinate attività: dalla delimitazione di uno spazio aperto agli ambienti chiusi (gli edifici in senso stretto); dalla tenda alla mobil-house; dall'edificio singolo agli insiemi costituenti insediamenti agricoli sparsi, insediamenti industriali, unità residenziali; da questi alla città come struttura di spazi costruiti;
- ✓ Le **opere infrastrutturali** sono quelle opere indispensabili per la fruizione degli spazi costruiti alle varie scale d'intervento: dalle sistemazioni esterne ai vari allacci per i servizi, a livello di organismo edilizio; dalla viabilità alle reti per la distribuzione dell'energia, dell'acqua, per le telecomunicazioni, ecc., a livello di struttura urbana; dalle grandi opere di comunicazione (strada, ferrovie, ponti, viadotti, porti, aeroporti) alle costruzioni idrauliche e ai grandi impianti per la produzione e per la distribuzione dell'energia, a livello territoriale. L'integrazione dello spazio costruito e delle opere infrastrutturali determina, secondo una logica unitaria, il "contesto costruito", o, per meglio dire, il "contesto edilizio".

## Cosa «ruota» intorno all'immobile

---

### iii. Normativa Civile (ramo del diritto privato che disciplina l'insieme delle norme che regolano i rapporti tra i privati)

- Contrattualistica (compravendita, locazione, comodato, etc)
- Obbligazioni (rapporto giuridico derivante da un contratto, da un fatto illecito o da ogni altro atto o fatto idoneo per legge a produrlo, per il quale uno o più soggetti (creditori) hanno diritto a una determinata prestazione o, in difetto, a un congruo risarcimento da parte di uno o più soggetti (debitori), che hanno corrispondentemente l'obbligo giuridico di fornire quella prestazione, rispondendo col proprio patrimonio in caso di inadempimento)
- Diritti reali (proprietà, superficie, enfiteusi, usufrutto, uso, abitazione, servitù prediali, ipoteca)
- Successioni (trasferimento – tra vivi o a causa di morte - di diritti reali o obbligazioni da un soggetto ad un altro)
- Responsabilità civile (in particolare quella, di natura oggettiva, prevista nel codice civile all'art. 2053 c.c. per l'ipotesi di rovina di edificio)
- Normativa speciale riferita agli immobili di interesse storico (Codice dei Beni Culturali e del Paesaggio - Decreto Legislativo 22 gennaio 2004, n. 42)

### iv. Normativa riferita alla «idoneità»

- Agibilità (disciplinata primariamente dal Decreto Presidente della Repubblica n. 380/2001 (artt. 24, 25, 26))
- Conformità degli impianti (D.M. 22 gennaio 2008, n. 37):
  - ✓ Elettrici
  - ✓ Idraulici
  - ✓ Termici
  - ✓ Sollevamento
  - ✓ Meccanici
- Certificazione energetica (D.L. n. 63/2013 e legge n. 90/2013)
- Testo Unico Prevenzione Incendi (D.M. 3 agosto 2015)
- Barriere Architettoniche (Legge n.13 9 gennaio 1989)
- Normativa Antisismica (a partire dal DPCM n.3274 del 20 marzo 2003)

### v. Normativa fiscale

## Il processo di gestione di un portafoglio immobiliare

---

Per “**politiche di investimento**” si intendono le linee di orientamento decisionale ai fini dell’indirizzo delle scelte e delle decisioni operative (strategie) verso obiettivi predeterminati.

La definizione delle politiche di investimento non può prescindere da:

1. le condizioni e le aspettative del mercato
2. le attese dell’investitore in termini di
  - rendimento,
  - rischio,
  - durata,
  - modalità di remunerazione

Questi elementi si riverberano sulla definizione delle politiche, ossia sui principi di base attraverso i quali il gestore sviluppa le strategie di selezione degli investimenti, di gestione degli stessi e di successiva dismissione.

## Il processo di gestione di un portafoglio immobiliare

---

Le **strategie** identificano il percorso che il gestore effettua per massimizzare le probabilità di conseguimento degli obiettivi predeterminati.

Coerentemente con il range di allocazione del portafoglio obiettivo, le scelte e le decisioni operative riguardano l'attività di acquisizione, la gestione e la dismissione.

La dottrina è solita identificare due differenti e sostanzialmente opposti approcci strategici:

**Bottom Up**

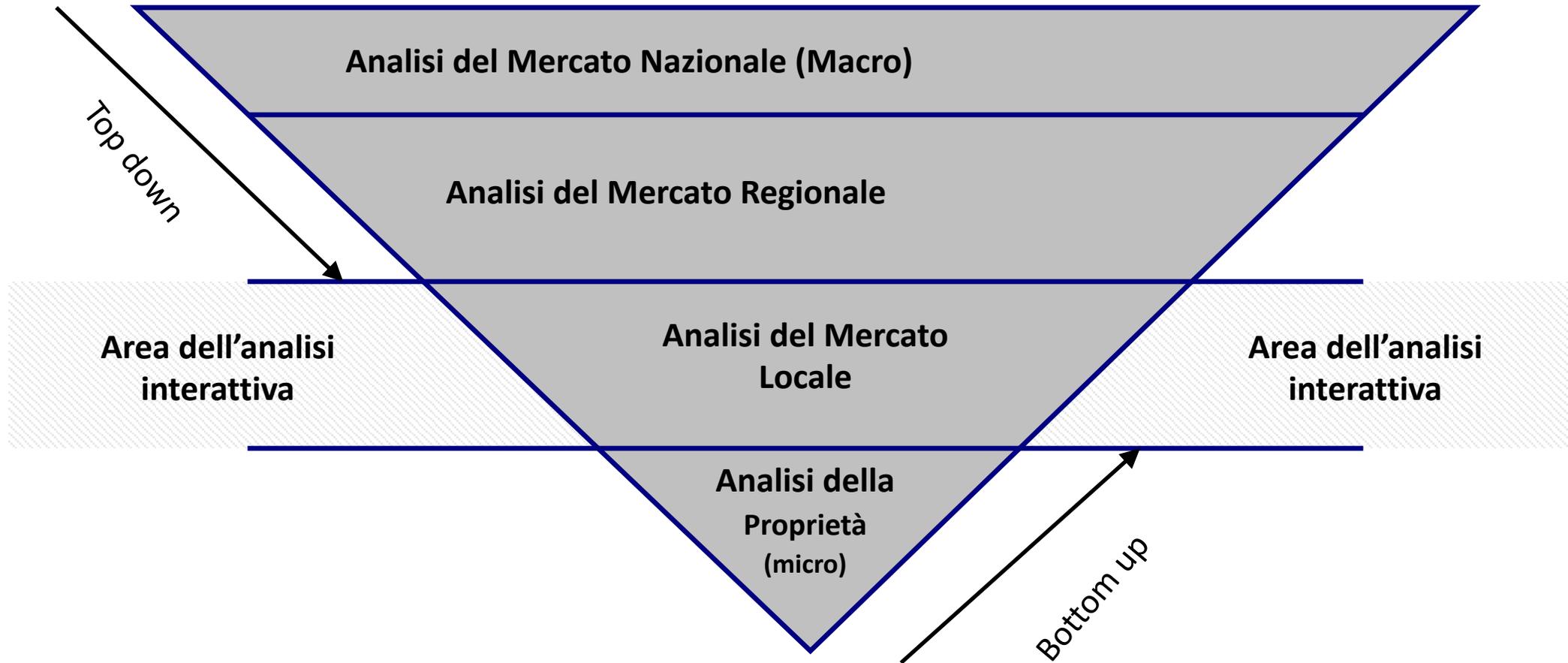
**Top Down**

dai quali ne discende un terzo “**interattivo**” che implica, a livello locale, una forte conoscenza del mercato, dei players e del sistema economico. In questo ambito il gestore agisce generalmente attraverso un forte ricorso all'out-sourcing sia nelle attività di investment analysis che nelle attività di property management.

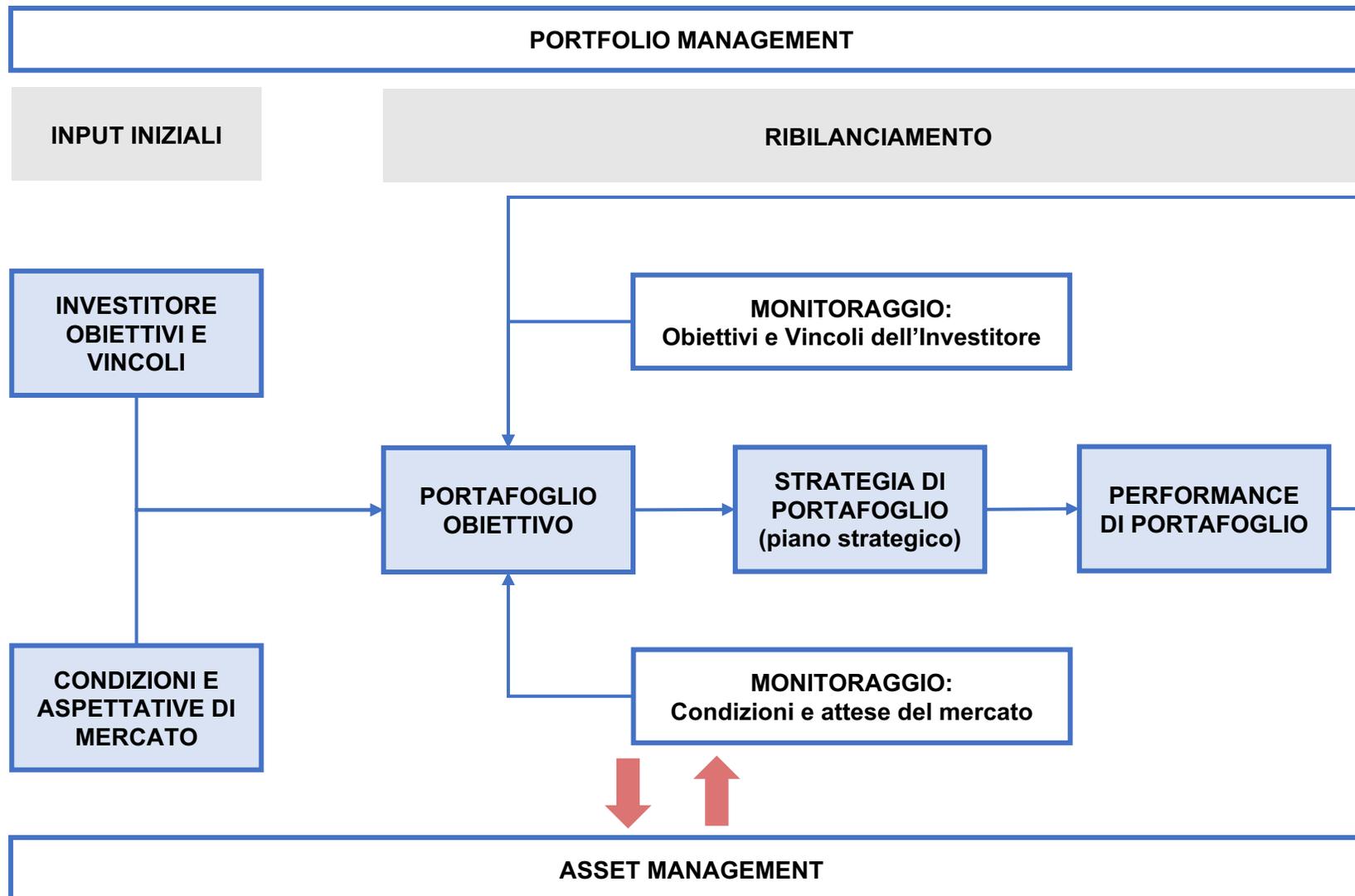
## Gli approcci alla gestione di un portafoglio immobiliare

---

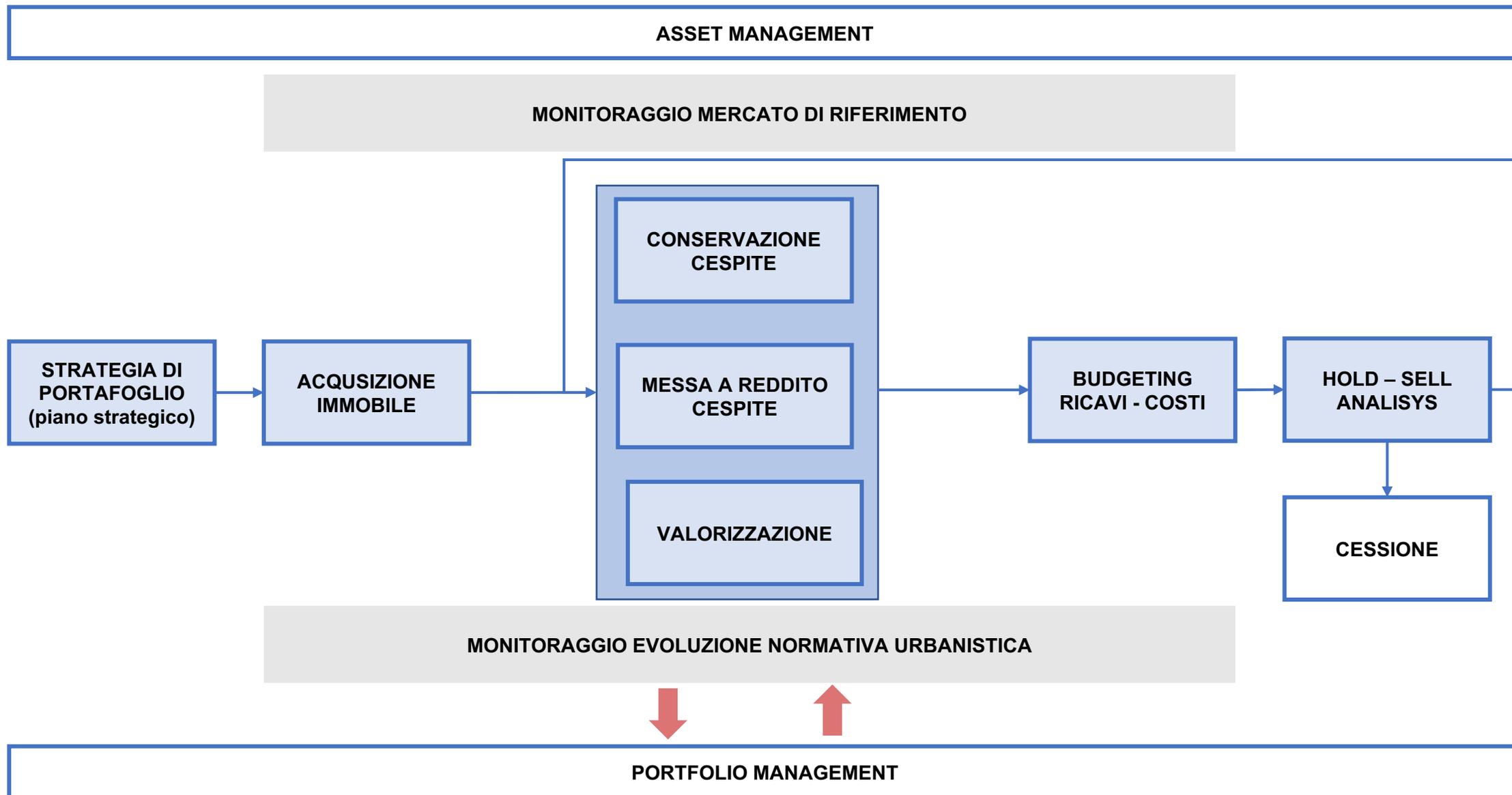
### L'approccio interattivo Top-Down / Bottom Up



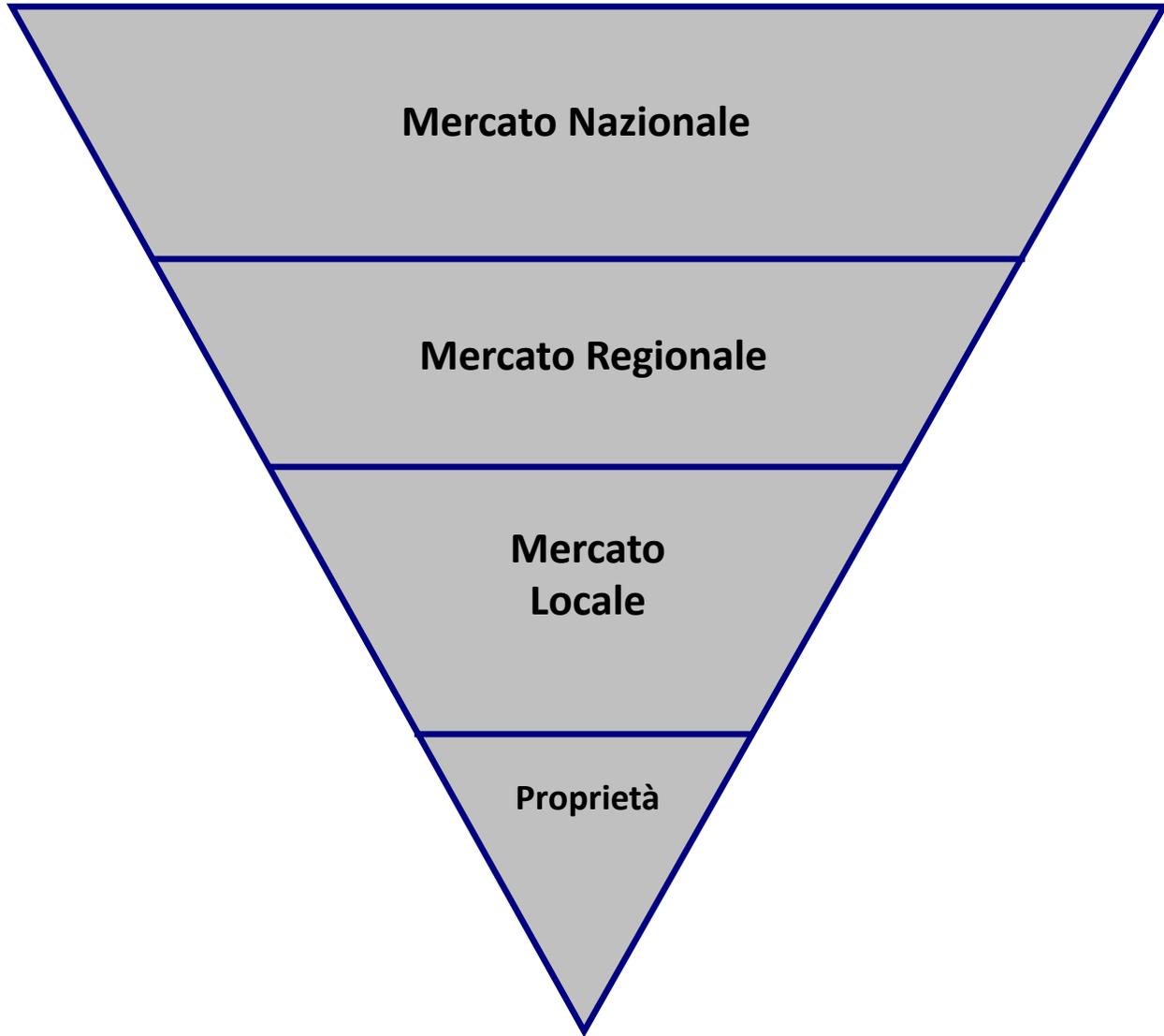
## Il processo di gestione di un portafoglio immobiliare



## Il processo di gestione di un portafoglio immobiliare



## Analisi di mercato, fattori di rischio e diversificazione



### **Rischi sistemati (fattori non diversificabili)**

- inflazione
- politica monetaria e struttura dei tassi
- cicli di mercato
- sistema impositivo e regolamentare

### **Rischi non sistemati (fattori diversificabili)**

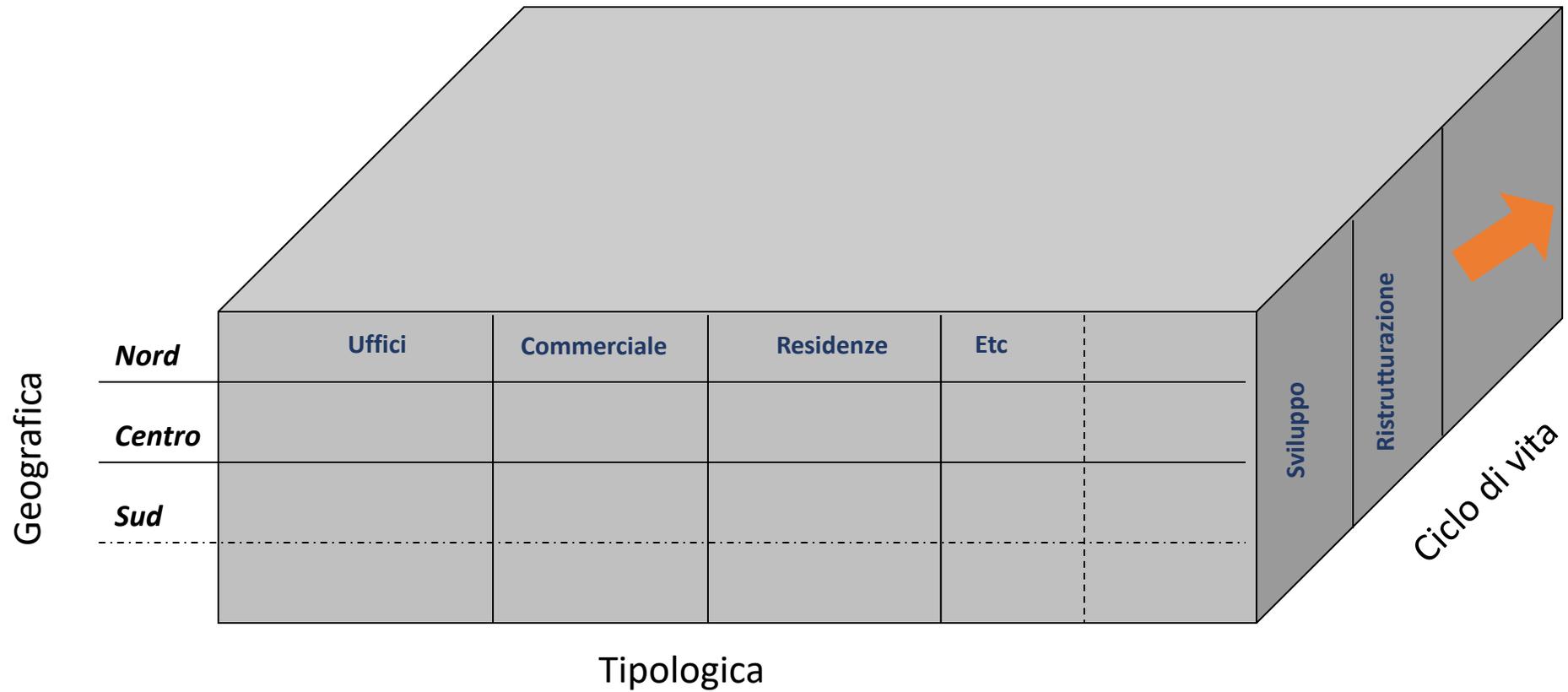
- occupazione
- trend demografici
- livello e crescita dei redditi
- tasso di sfritto

- occupazione
- trend demografici
- livello e crescita dei redditi
- tasso di sfritto
- costi di costruzione
- tasso di utilizzazione degli spazi
- sistema impositivo e regolamentare locale

- caratteristiche fisiche (dimensione, età, qualità, etc.)
- caratteristiche dei conduttori
- etc.

# Analisi di mercato, fattori di rischio e diversificazione

## Diversificazione (1)



### Diversificazione (2)

#### Locazione:

- ✓ affidabilità del conduttore
- ✓ area di business del conduttore
- ✓ durata e scadenze
- ✓ clausole peculiari e garanzie

#### Timing:

- ✓ ciclo di vita della proprietà vs ciclo di mercato

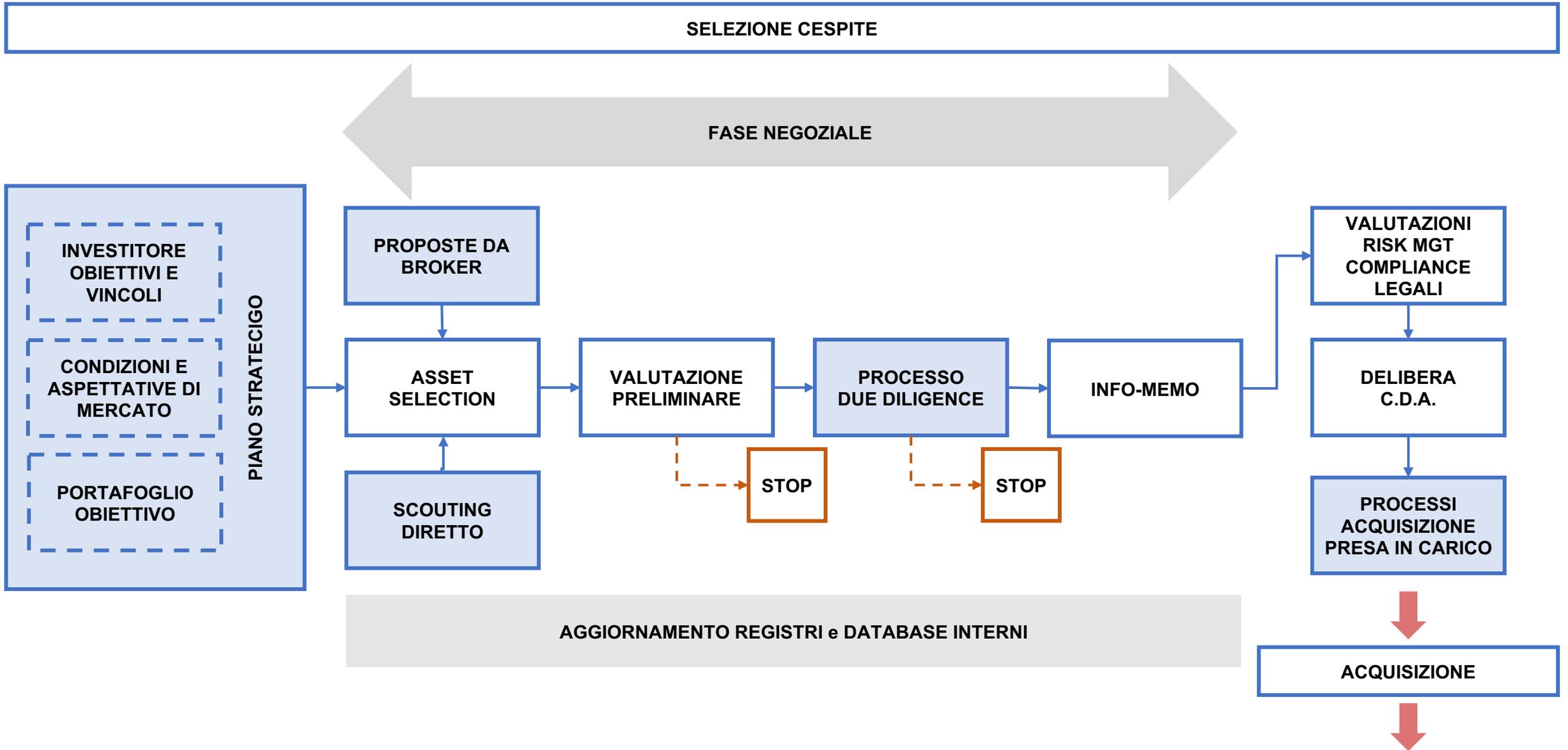
#### Struttura dell'investimento:

- ✓ rapporto mezzi propri / mezzi di terzi

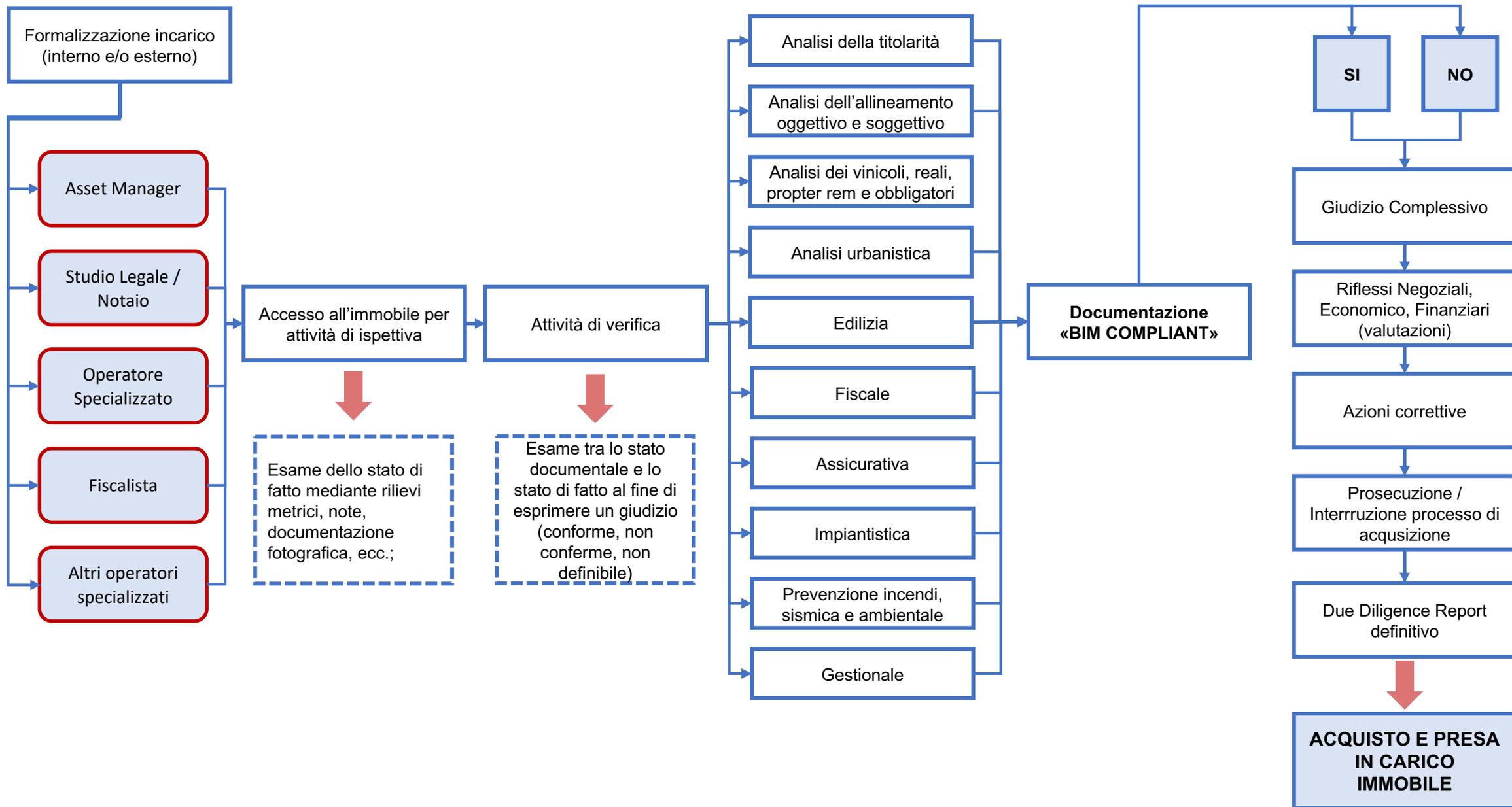
#### Veicolo dell'investimento:

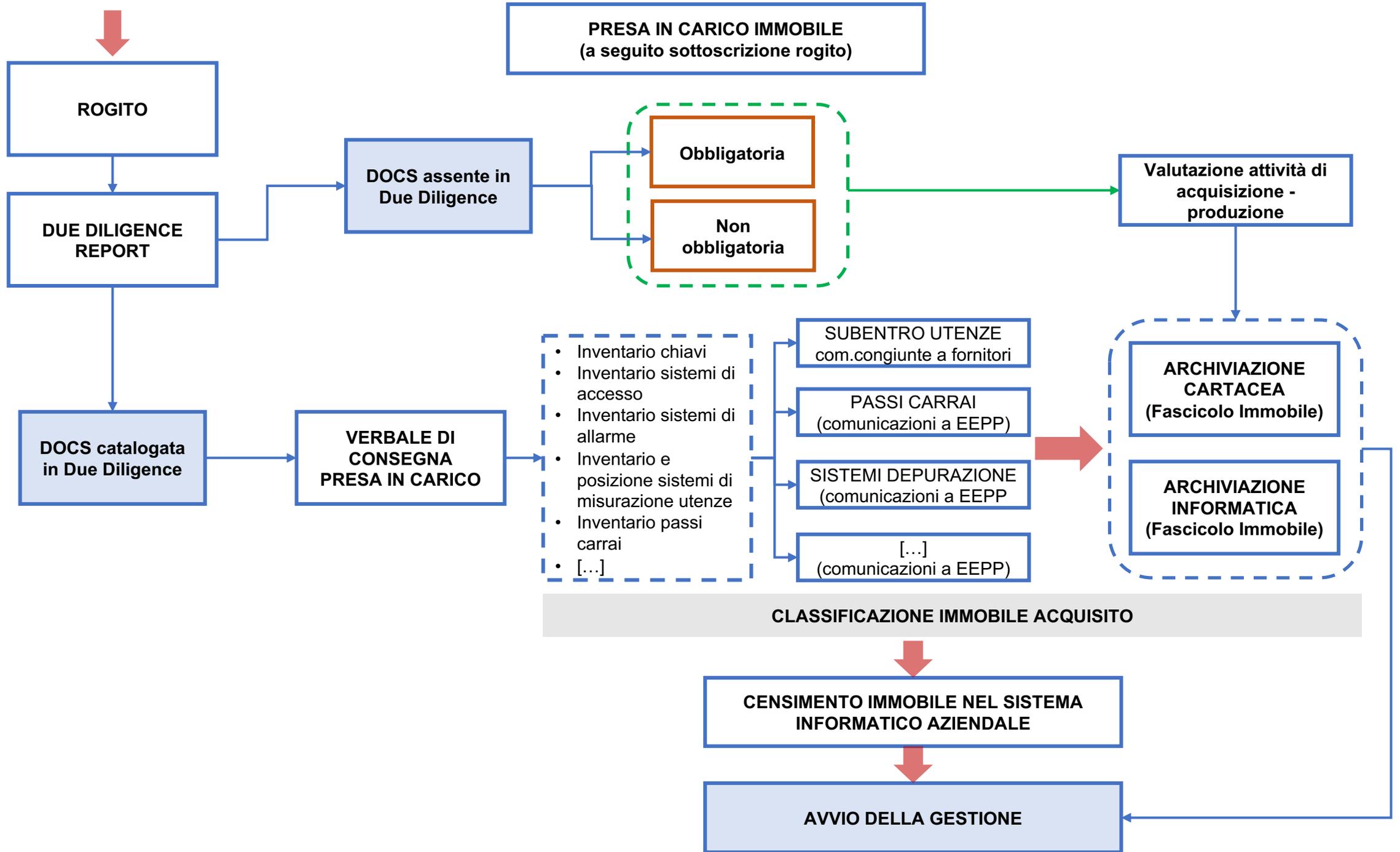
- ✓ investimento diretto
- ✓ società di capitali
- ✓ trust
- ✓ etc.

# Il processo di gestione di un portafoglio immobiliare

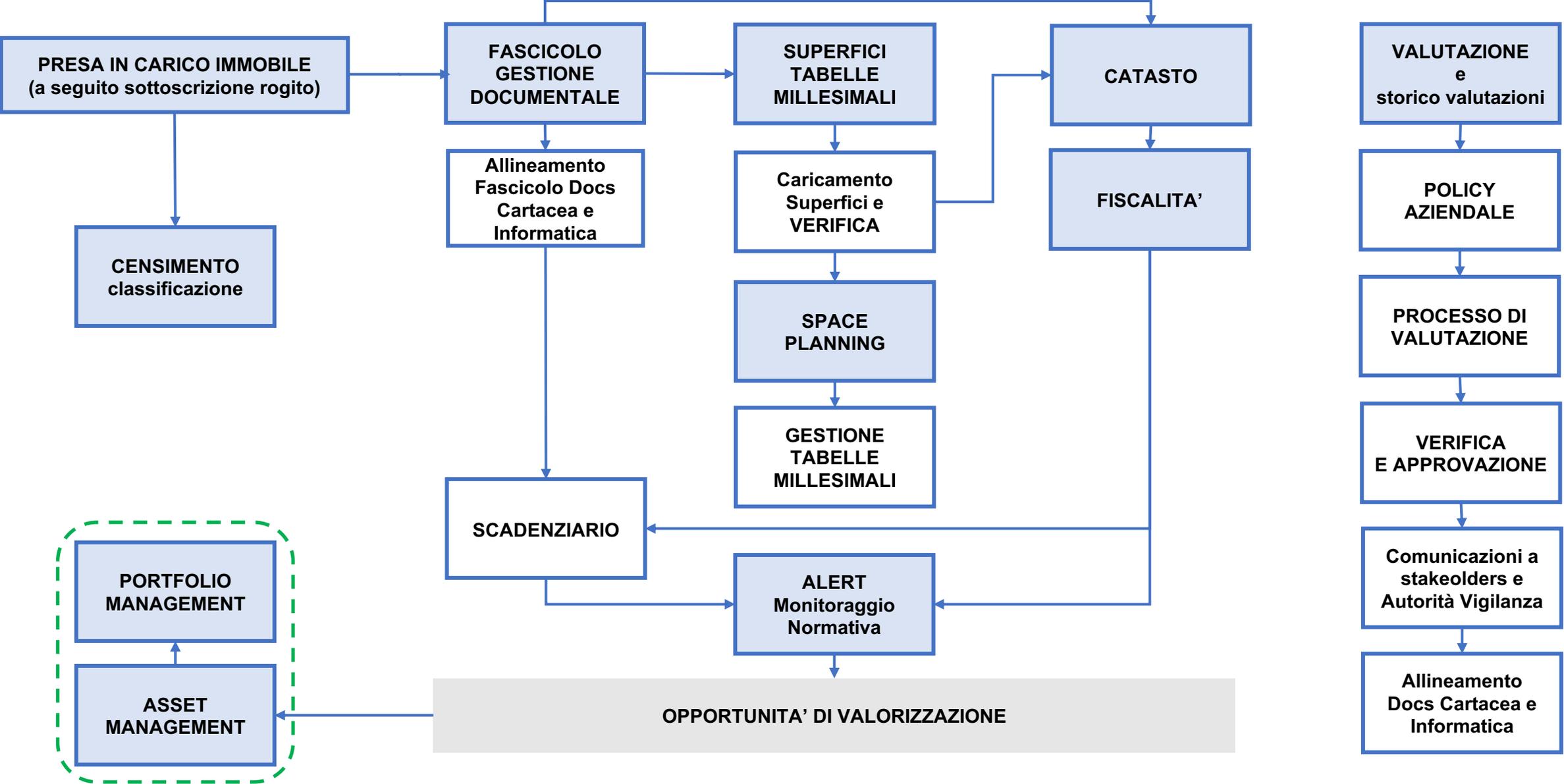


# DUE DILIGENCE





**MACRO-PROCESSI DELLA GESTIONE PATRIMONIALE**





**MACRO-PROCESSI PER LA VALORIZZAZIONE IMMOBILIARE**

**ANALISI DI  
FATTIBILITA'**

**SELEZIONE  
PROGETTISTA**

**PROGETTAZIONE**

**GARA DI  
AFFIDAMENTO  
LAVORI**

**REALIZZAZIONE**

**CONSEGNA  
IMMOBILE**

**IMMISSIONE  
NELLA GESTIONE  
CORRENTE**

**MAPPATURA DELLE FASI  
COSTITUTIVE DEL PROCESSO**

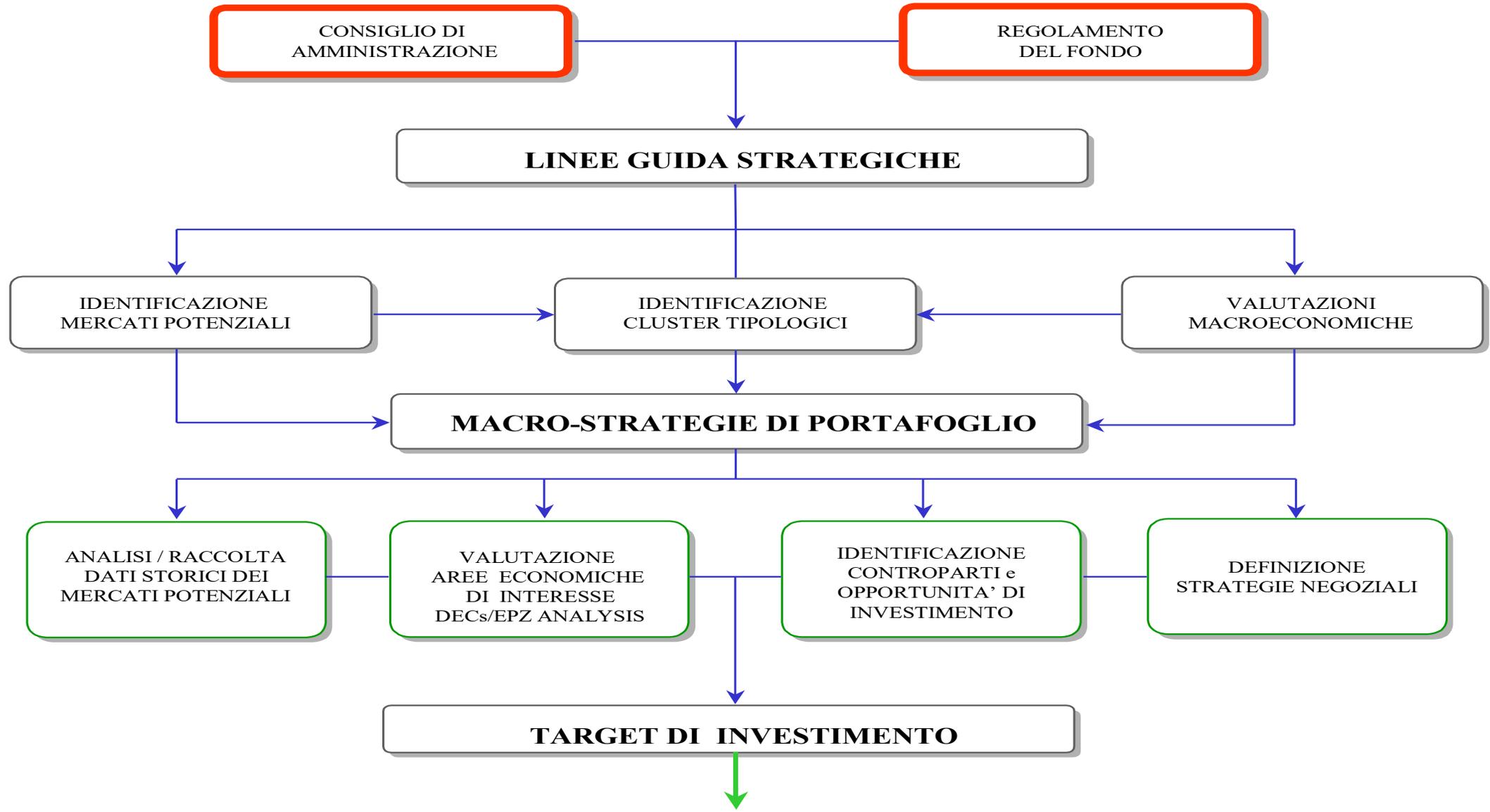
**SOGGETTI COINVOLTI NELLA  
SINGOLA FASE DEL PROCESSO**

**TECNOLOGIA  
APPLICATA  
AD OGNI FASE DEL PROCESSO**

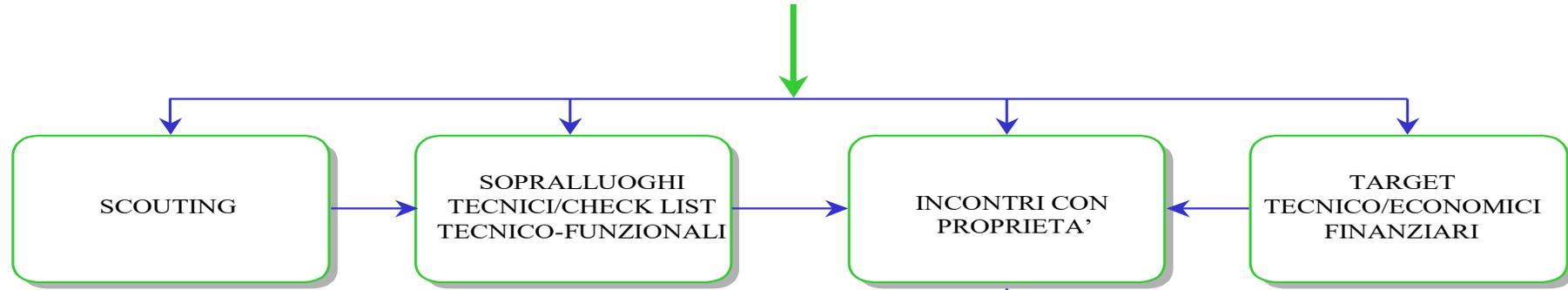
**DOCUMENTAZIONE  
Di INPUT e OUTPUT  
PER OGNI FASE DEL PROCESSO**

**B.I.M.  
Analisi dell'impatto sul processo,  
sulle tecnologie e documentazione**

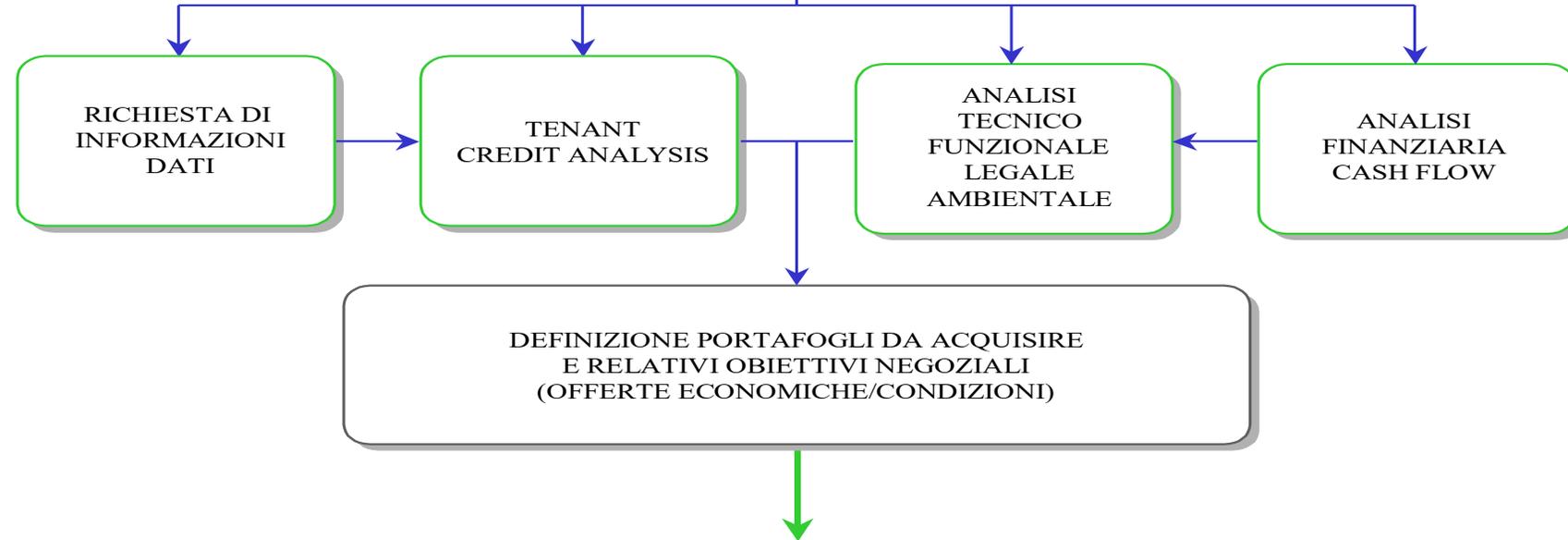
# Il processo operativo: l'esempio di un «fondo di investimento immobiliare»



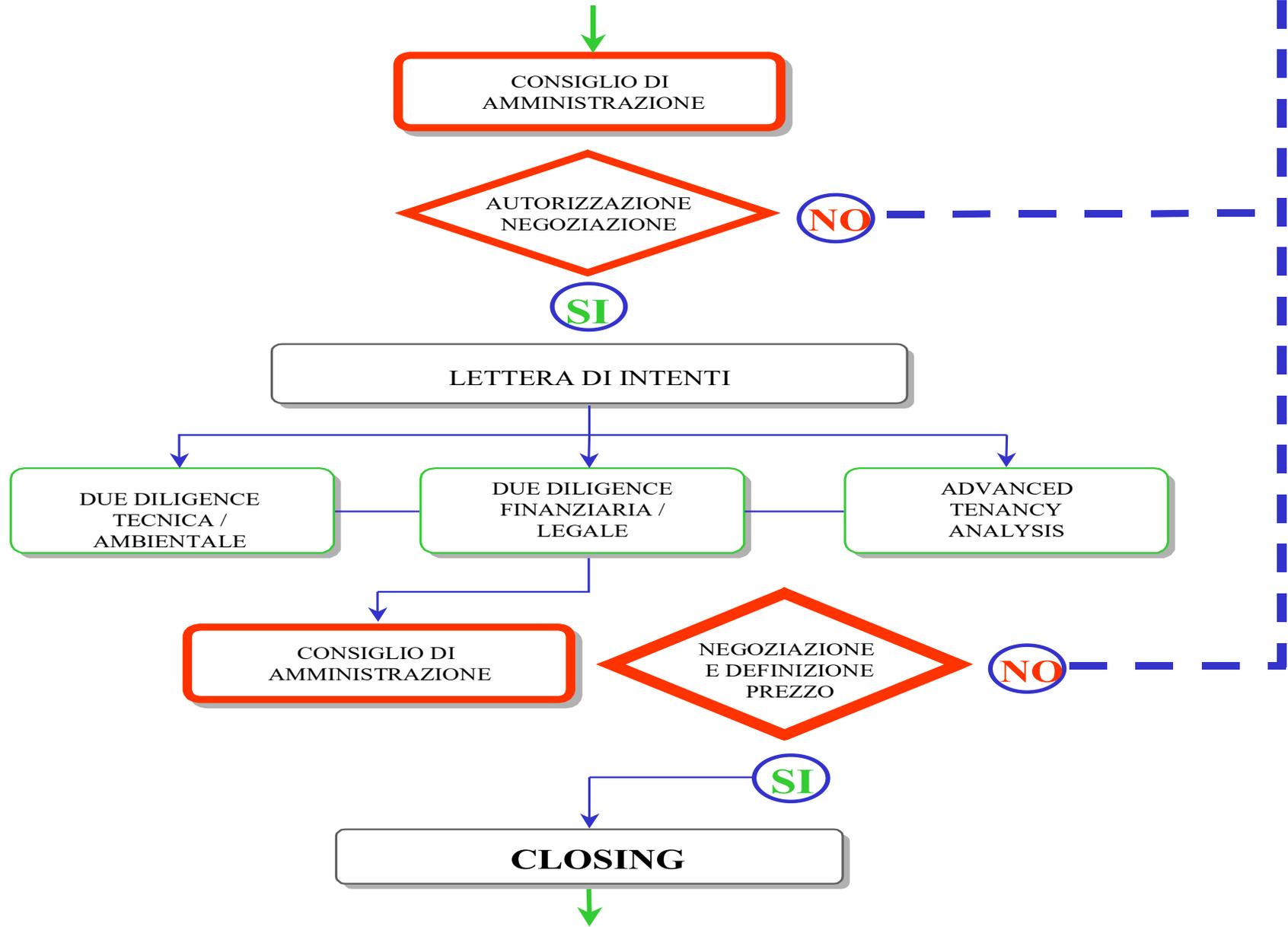
PROPERTY REVIEW

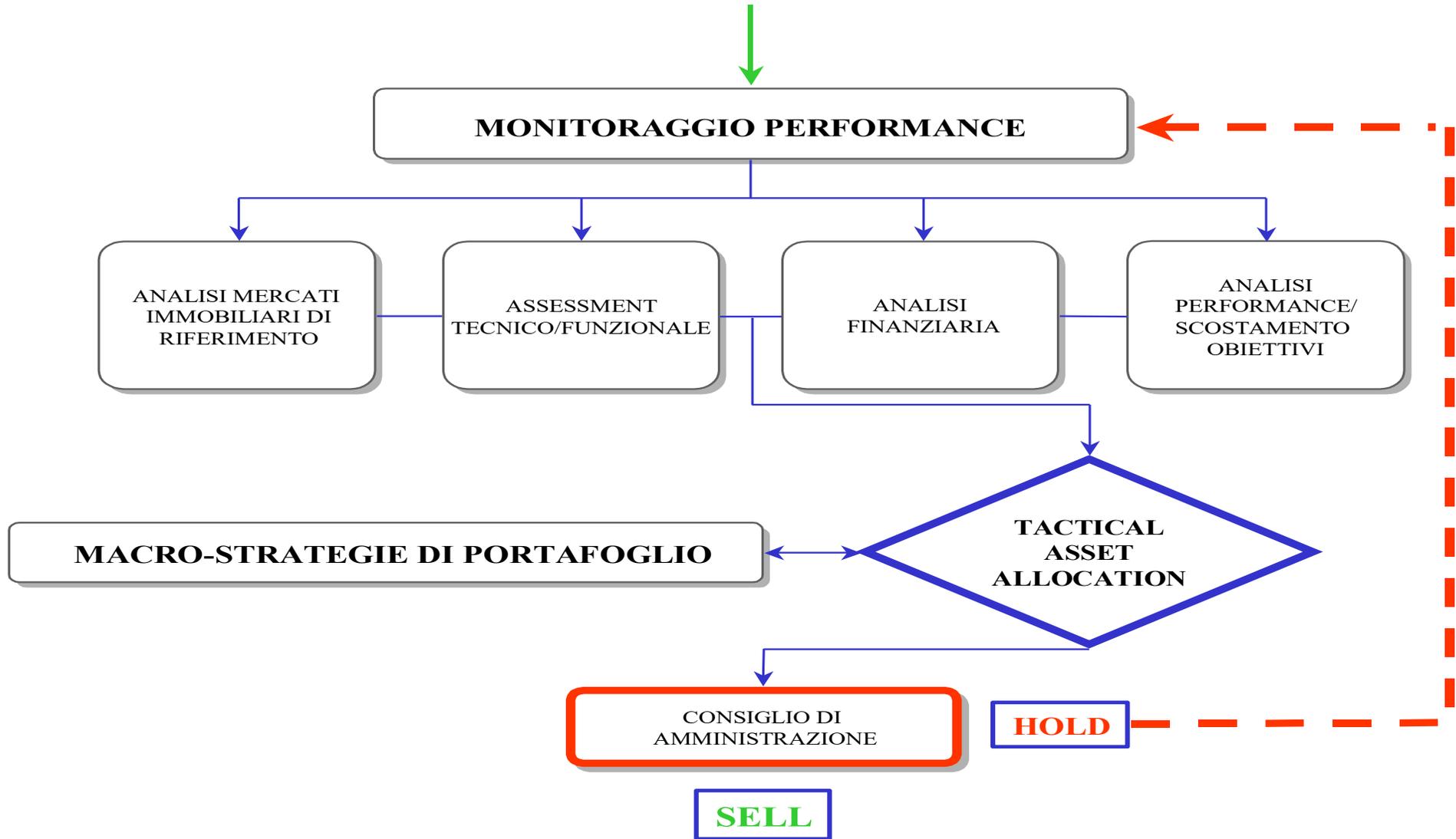


IDENTIFICAZIONE PORTAFOGLI OBIETTIVO

PRE DUE DILIGENCE  
PORTFOLIO UNDERWRITINGDEFINIZIONE PORTAFOGLI DA ACQUISIRE  
E RELATIVI OBIETTIVI NEGOZIALI  
(OFFERTE ECONOMICHE/CONDIZIONI)

FINAL DUE DILIGENCE  
PORTFOLIO UNDERWRITING







Headquarter BREMBO Spa, Stezzano (Bg)

[www.kilometrorosso.com](http://www.kilometrorosso.com)

Progetto di Skidmore, Owings & Merrill e successivamente di Jean Nouvel

<http://www.jeannouvel.com/en/projects/the-kilometro-rosso-science-and-technology-park/>

Investimento € 43.900.000

Slp 27.341 mq

Superficie commerciale 22.094 mq



Milano, Viale Monte Rosa

Progetto Architettonico di Renzo Piano BW – Parigi

<http://www.rpbw.com/project/il-sole-24-ore-headquarters>

Costo di costruzione € 118.000.000,00 ca.

Uffici 62.500 sqm

Altri superfici 14.800 sqm

Parcheggi 420



Milanofiori 2000 (Milano) – Office buildings

[http://www.milanofiori2000.it/home\\_en.htm](http://www.milanofiori2000.it/home_en.htm)

Progetto sviluppato da Erick van Egeraat Associated Architects

<https://erickvanegeraat.com/project/milanofiori-offices/>

Costo di Costruzione € 92.500.000 ca.

Slp 25.862 sqm

Posti auto 250



Milano, Bicocca – Sede Gruppo Pirelli  
Progetto Vittorio Gregotti – Gregotti Associati

<http://www.rivistadesignarchitettura.com/j/it/architecture/178-architects/1597-gregotti-associati-international-it3>

Costo di costruzione € 53.780.000 ca.

Slp 28.686 sqm

Superficie commerciale 23.049 sqm

Parcheggi 230

---

Grazie per l'attenzione

---