



ASSEGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Position paper

**FONDI IMMOBILIARI
DESTINATI
AL PUBBLICO RETAIL:
GESTIONE DELLA FASE
DI LIQUIDAZIONE**

marzo 2013

Il presente documento si propone di fornire alcune prime indicazioni in merito all'individuazione degli interventi che si ritengono necessari per un'efficiente gestione della fase di liquidazione dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi quotati.

I dati di mercato, infatti, rilevano come nei prossimi anni un elevato numero di fondi immobiliari quotati giungerà a scadenza, riversando sul mercato circa 5 miliardi di euro di attivi immobiliari (cfr. grafico allegato *sub A*). Se si considera l'attuale fase di congiuntura economica, appare evidente come, verosimilmente, tale eccesso di offerta non potrà essere efficacemente assorbito dal mercato.

Stante la perdurante condizione negativa del mercato immobiliare, è poi confermata, ad oggi, la difficoltà di procedere al completamento dei piani di dismissione entro il termine di durata dei medesimi, a meno di incorrere in gravi perdite tali da compromettere il rendimento finale e il valore di rimborso dell'*equity* investita.

A ciò si aggiunga che i fondi immobiliari, che hanno già usufruito di proroghe o periodi di grazia, hanno in scadenza *asset* per circa 2,5 miliardi di euro. Tali fondi, tuttavia, in conseguenza della crisi finanziaria che ha interessato i Paesi europei a partire dal 2009 e che, diversamente dalle aspettative, ha visto proprio nel 2012 l'ulteriore contrazione delle transazioni immobiliari, dovuta alla scarsa liquidità presente sul mercato (cfr. grafico allegato *sub B*), non hanno visto concretizzarsi le aspettative in funzione delle quali avevano fatto ricorso alla proroga o al periodo di grazia.

Ferme restando eventuali iniziative che possano essere intraprese da parte dei singoli operatori di mercato (come, ad esempio, la liquidazione con trasferimento degli *asset* ad altro fondo o ad altro organismo di investimento collettivo non armonizzato, ad esempio una SICAF, *etc.*), appare maggiormente opportuno, in considerazione del contesto delineato, procedere all'individuazione di possibili ulteriori soluzioni operative che agiscano a livello sistemico.

Tale necessità è confermata dall'attenzione sul tema richiamata anche dal Presidente della Consob in occasione della relazione per l'anno 2011 (*"... in considerazione dell'approssimarsi della scadenza di alcuni fondi immobiliari, le cui quote sono state offerte al pubblico, è inoltre in corso un monitoraggio sulla capacità delle Sgr di definire procedure di liquidazione idonee a fronteggiare il rischio di liquidabilità degli asset, anche ai fini della vigilanza di trasparenza e correttezza"*).

Tenuto conto dei recenti provvedimenti normativi, finalizzati a fronteggiare l'eccezionalità di alcune situazioni contingenti con l'emanazione di norme o provvedimenti di carattere eccezionale, e circoscritti nel tempo (ad esempio la *spending review*), si propone, di seguito, una possibile soluzione operativa che dovrebbe sostanzarsi, alternativamente, in un'azione da parte del legislatore (**Opzione 1**), ovvero in un intervento normativo/regolamentare su iniziativa del

Ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef) e delle Autorità di vigilanza (**Opzione 2**).

Tale proposta, qui di seguito analizzata nel dettaglio, prevede la proroga della scadenza del fondo e la messa in liquidazione straordinaria dello stesso, sulla base di un procedimento da concludersi, improrogabilmente, entro il 31 dicembre 2018.

Alla procedura in esame sarebbero ammessi i soli fondi immobiliari quotati che abbiano già esperito la proroga e/o il periodo di grazia, ovvero che si trovino nell'impossibilità di procedervi; l'obiettivo è quello di evitare la dismissione dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti, garantendo, nel contempo, che l'operazione sia svolta nel precipuo e unico scopo di tutelare al meglio l'interesse dei quotisti, evitando l'eccessivo detrimento del valore della quota.

Punto focale della proposta è rappresentato, pertanto, dall'imposizione di una serie di vincoli all'operatività delle Società di gestione del risparmio (di seguito, anche, le SGR), volti ad assicurare che l'intero procedimento sia svolto nell'interesse dei quotisti e che tutte le attività poste in essere, nei cinque anni di liquidazione straordinaria, siano finalizzate a liquidare l'attivo patrimoniale alle migliori condizioni di mercato¹.

A tal fine, dovrebbe essere vietato, innanzitutto, il compimento di operazioni che presentino un orizzonte temporale superiore a quello previsto per il completamento della fase di liquidazione.

Allo scopo di minimizzare l'insorgere di conflitti di interessi, inoltre, le SGR dovrebbero impegnarsi a modificare la struttura delle commissioni fisse di gestione, rispetto a quanto indicato nel regolamento di gestione del fondo. In particolare, queste ultime, dovrebbero essere ridefinite in modo tale da prevedere che una quota percentuale (ad esempio, il 50%) delle stesse continui ad essere riconosciuta alle SGR a titolo di copertura delle spese sostenute per lo svolgimento dell'attività di gestione mentre, la restante parte, dovrebbe essere resa variabile e ancorata all'andamento della gestione (*success fee*).

Questi e gli ulteriori vincoli operativi che si dovessero ritenere opportuni, nonché le caratteristiche dell'operazione, dovrebbero essere oggetto di specifica comunicazione ai partecipanti al fondo.

Opzione 1

Intervento normativo – normativa primaria – deliberazione da parte delle SGR

La presente opzione prevede l'introduzione di una espressa previsione normativa in forza della quale sia consentito, alle SGR, di deliberare la proroga della scadenza del fondo e la

¹ Con riferimento alle attività di gestione ordinaria, finalizzate a liquidare l'attivo patrimoniale alle migliori condizioni di mercato, appare opportuno precisare che, nelle stesse, sono da ricomprendere, in funzione della natura del portafoglio, anche le attività di valorizzazione, riconversione, ristrutturazione e riqualificazione degli *asset*, necessarie a rendere gli immobili più appetibili e liquidi ai fini della dismissione.

messa in liquidazione straordinaria dello stesso, da concludersi, alle condizioni di cui sopra, entro il 31 dicembre 2018.

A tal fine occorrerebbe individuare, nel più breve tempo possibile, il veicolo normativo più idoneo.

Opzione 2

Iniziativa del Mef e delle Autorità di vigilanza - Deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, ovvero attivazione di una procedura di consultazione dei partecipanti

In assenza del provvedimento normativo di cui all'opzione 1, sarebbe opportuno prevedere un intervento di natura normativo/regolamentare, su iniziativa del Mef e delle Autorità di vigilanza, che preveda che la decisione di proroga della durata del fondo e la sua contestuale messa in liquidazione straordinaria, vengano affidate all'assemblea dei partecipanti (o ai quotisti, tramite un meccanismo di consultazione, nell'ipotesi in cui il regolamento del fondo non preveda l'istituto dell'assemblea).

In considerazione dell'eccezionalità e dell'importanza della decisione che i partecipanti sono chiamati ad assumere, nonché delle notevoli difficoltà, già più volte sperimentate dai fondi immobiliari, di ottenere una partecipazione attiva e significativa, da parte degli investitori *retail*, alla *governance* del fondo, è necessario prevedere l'introduzione di alcune semplificazioni volte ad agevolare il meccanismo decisionale e le modalità di espressione del voto.

A tale proposito, particolare rilievo dovrebbe essere dato, innanzitutto, alle modalità di convocazione dell'assemblea; queste ultime, infatti, dovrebbero essere tali da garantire che tutti i quotisti siano portati a conoscenza della convocazione dell'assemblea e dei dettagli dell'operazione proposta. A tal fine, in aggiunta ai tradizionali sistemi di comunicazione normalmente utilizzati, potrebbe farsi ricorso anche al canale Monte Titoli.

In particolare, la comunicazione dovrebbe fornire ai quotisti un'adeguata informativa circa:

- l'oggetto della decisione che gli stessi sono chiamati a prendere (proroga e messa in liquidazione straordinaria del fondo);
- le modalità di espressione del voto;
- le modalità e i termini con i quali si intende garantire il rispetto degli interessi dei quotisti dissenzienti;
- i vincoli operativi che la SGR intende adottare nell'ipotesi di proroga e messa in liquidazione straordinaria.

Quanto alle modalità di espressione del voto, sempre nell'ottica di semplificare e agevolare il processo di formazione della volontà assembleare, dovrebbero essere consentiti:

- l'espressione del voto per corrispondenza, ex articolo 18-*quater* del dm n. 228 del 1999;
- il ricorso al meccanismo del silenzio assenso.

Quest'ultimo, in particolare, renderebbe necessaria la manifestazione esplicita della volontà dei quotisti nella sola ipotesi in cui gli stessi vogliano esprimere il proprio dissenso all'operazione proposta. L'introduzione di tale meccanismo, pertanto, eliminerebbe tutti i problemi connessi al mancato raggiungimento del *quorum* costitutivo assembleare e al conseguente immobilismo decisionale.

Qualora tale meccanismo non venisse introdotto, sarebbe, invece, necessario prevedere - al mancato raggiungimento del quorum costitutivo - la facoltà per le stesse SGR di deliberare la proroga e la messa in liquidazione straordinaria del fondo.

Al fine di evitare possibili azioni di speculazione sul titolo, poi, legittimati all'espressione del voto dovrebbero considerarsi i soli quotisti che risultino tali alla data di comunicazione dell'operazione al mercato.

Riguardo alla fattibilità dell'operazione, la procedura di proroga e messa in liquidazione straordinaria del fondo dovrebbe ritenersi avviata qualora esprimano il proprio dissenso i quotisti che rappresentino non più del **30% del patrimonio del fondo**. Nel caso contrario, invece, le SGR avvierebbero la liquidazione del fondo nei tempi stabiliti dal regolamento di gestione dello stesso.

Inoltre, come prima evidenziato, qualora si proceda alla proroga e messa in liquidazione straordinaria del fondo, è necessario prevedere l'introduzione di sistemi di tutela degli interessi dei quotisti dissenzienti. A tale proposito, in particolare, a questi ultimi dovrebbe essere garantito il diritto di dismettere la propria partecipazione, sebbene ad un prezzo predeterminato.

In considerazione del fatto che l'intera procedura di liquidazione straordinaria sia stata concepita e strutturata al fine di tutelare gli interessi dei quotisti ed evitare il detrimento del valore delle partecipazioni - che necessariamente deriverebbe dalla liquidazione dell'attivo nei tempi previsti dai regolamenti di gestione dei fondi - anche il prezzo a cui verrebbero rimborsate le quote di partecipazione dei dissenzienti dovrebbe essere, a sua volta, definito in modo tale da disincentivare la dismissione.

Si ritiene, pertanto, che le partecipazioni dei quotisti dissenzienti dovrebbero essere rimborsate - nei limiti della liquidità generata dalle vendite effettuate in base al nuovo *business plan*, ovvero a seguito di operazioni di *buy-back* da parte del fondo - ad un prezzo pari al valore medio di borsa rilevato nei dodici mesi precedenti la comunicazione dell'operazione al mercato; i tempi necessari per il rimborso verrebbero, poi, definiti all'interno della comunicazione stessa.

ALLEGATO A

Grafico della scadenza della durata dei fondi immobiliari quotati nel periodo 2012 – 2020

N.	Fondo	SGR	NAV (C/ min)	OMV (C/ min)	N. Immobili iniziali	N. Immobili al 31.12.2011	Durata	Data scadenza naturale	Proroga	Periodo di garanzia	Scadenza (post proroghe deliberate)
1	Bnl Portfolio Immobiliare	BNP Paribas REIM Italia SGR	238	174	21	15	10	31/12/10	già prorogato	max 3 anni	31/12/13
2	Estense - Grande Distribuzione	BNP Paribas REIM Italia SGR	244	393	21	21	10	31/12/13	max 3 anni	max 3 anni	31/12/13
3	Fondo Atlantic 1	IDeA FIMIT SGR	297	655	46	32	7	31/12/13	non prevista	max 3 anni	31/12/13
4	Invest Real Security	Beni Stabili Gestioni SGR	134	153	10	6	10	31/12/13	non prevista	max 3 anni	31/12/13
5	Europa Immobiliare 1	Vegagest Immobiliare SGR	219	199	13	9	10	31/12/14	non prevista	max 3 anni	31/12/14
6	Fondo Delta	IDeA FIMIT SGR	210	342	4	13	8	31/12/14	non prevista	max 3 anni	31/12/14
7	Olinda - Fondo Shops	Prelios SGR	284	497	44	28	7	31/12/11	già in periodo di grazia (3 anni)		31/12/14
8	Securfondo	Beni Stabili Gestioni SGR	160	138	20	9	15	31/12/14	non prevista	max 3 anni	31/12/14
9	Tecla - Fondo uffici	Prelios SGR	284	452	65	24	7	31/12/11	già in periodo di grazia (3 anni)		31/12/14
10	Unicredito Immobiliare Uno	Torre SGR	533	383	20	14	15	31/12/14	max 3 anni	max 3 anni	31/12/14
11	Valore Immobiliare Globale	RREEF Fondimmobiliare SGR	141	133	12	5	15	31/12/14	max 5 anni	max 3 anni	31/12/14
12	Fondo Beta	IDeA FIMIT SGR	147	167	41	8	8	31/12/11	già prorogato	in periodo di grazia	31/12/15
13	Fondo Alpha	IDeA FIMIT SGR	395	422	27	17	15	31/12/15	max 15 anni	max 3 anni	31/12/15
14	Fondo Atlantic 2 - Berenice	IDeA FIMIT SGR	242	518	54	31	7	31/12/12	già prorogato	max 3 anni	31/12/15
15	Investietico	AEDES BPM Real Estate SGR	176	207	13	12	10	31/12/12	già prorogato	max 3 anni	31/12/15
16	Obelisco	Investire Immobiliare SGR	142	211	12	10	10	31/12/15	non prevista	max 3 anni	31/12/15
17	Piramide Globale*	RREEF Fondimmobiliare SGR	8	0	9	0	15	31/12/15	max 5 anni	max 3 anni	31/12/15
18	Polis	Polis Fondi Immobiliari SGR	265	281	21	9	12	31/12/12	già prorogato	non previsto	31/12/15
19	Amundi RE Europa	Amundi RE Italia SGR	188	159	15	14	15	31/12/16	non prevista	max 3 anni	31/12/16
20	Amundi RE Italia	Amundi RE Italia SGR	175	230	21	18	15	31/12/16	non prevista	max 3 anni	31/12/16
21	Immobiliarium 2001	Beni Stabili Gestioni SGR	128	106	10	7	15	31/12/17	non prevista	max 3 anni	31/12/17
22	Risparmio Immobiliare Uno Energia	PensPlan Invest SGR	66	176	10	10	12	31/12/18	non prevista	max 3 anni	31/12/18
23	Immobiliare Dinamico	BNP Paribas REIM Italia SGR	375	365	2	24	15	31/12/20	non prevista	max 3 anni	31/12/20
Totale			5.051	6.363							

Fonte: Regolamenti di Gestione, Rendiconti al 31 Dicembre 2011

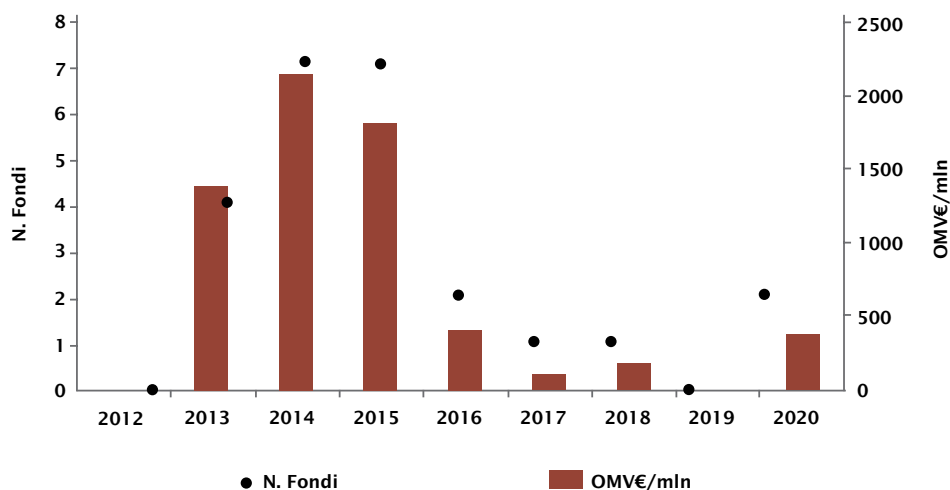
* Il Fondo Piramide Globale è in fase di liquidazione

■ Fondi per i quali è stata deliberata la proroga/periodo di grazia

ALLEGATO A

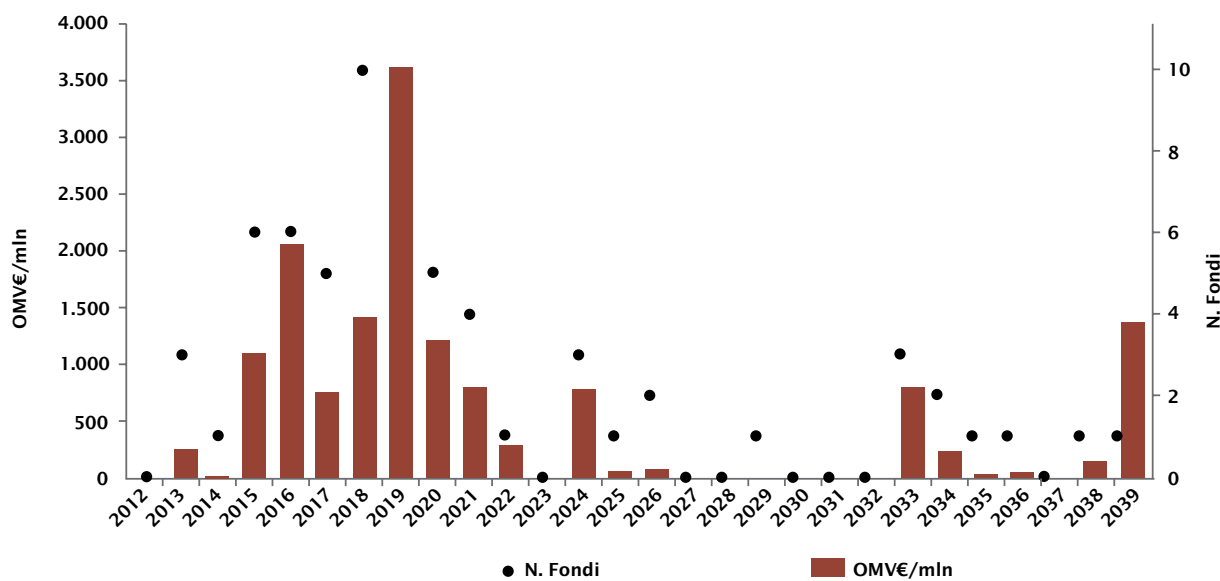
Grafico della scadenza della durata dei fondi immobiliari quotati nel periodo 2012 - 2020

I fondi immobiliari quotati in scadenza



Fonte: Elaborazione Prelios SGR su dati dei Rendiconti dei Fondi al 31 dicembre 2011

I fondi immobiliari riservati in scadenza

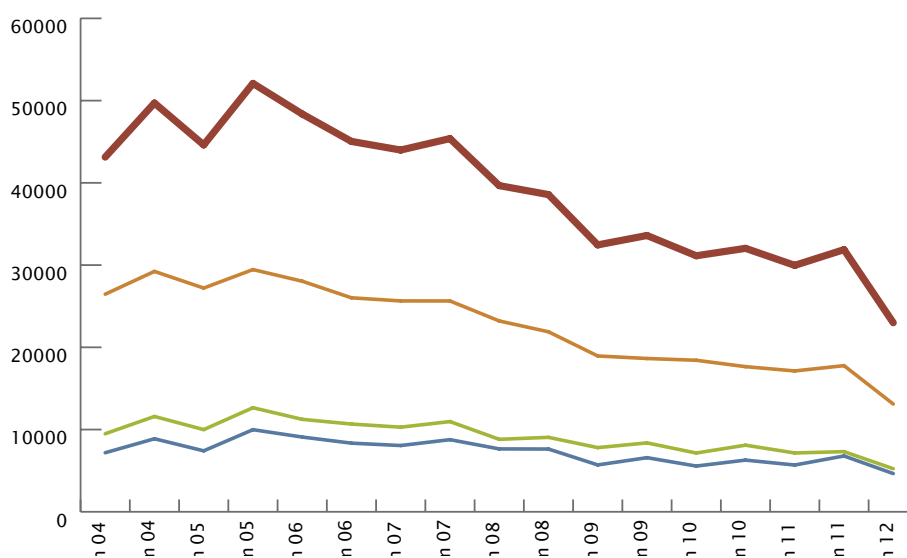


Fonte: Elaborazione Prelios SGR su dati pubblicati da Scenari Immobiliari - 30 giugno 2011

ALLEGATO B

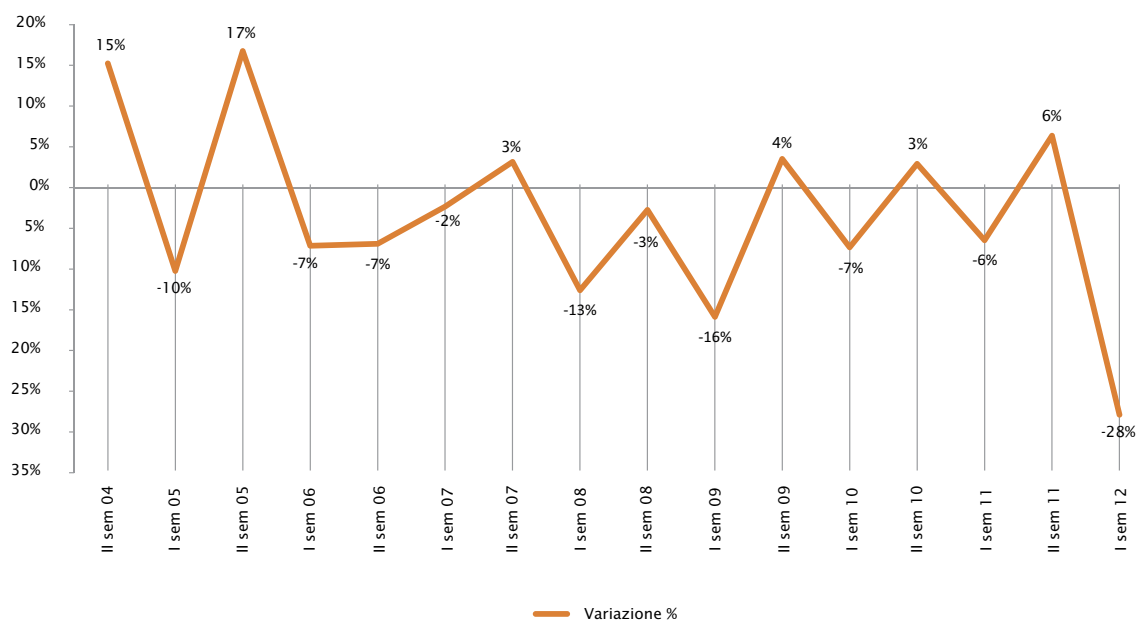
Andamento delle vendite immobiliari dal 2004 al 2012

Numero di compravendite di immobili terziari, commerciali e industriali



Fonte: Banche Dati Agenzia del Territorio

Variazione % numero di compravendite di immobili terziari, commerciali e industriali

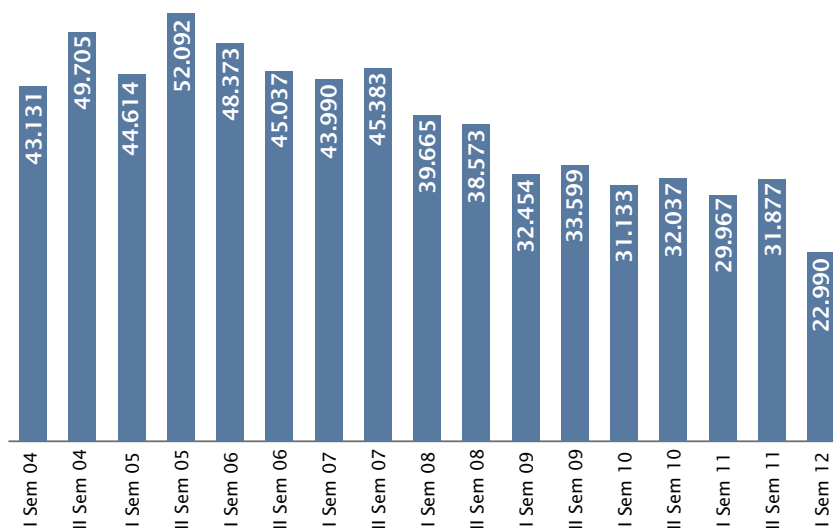


Fonte: Elaborazione Prelios SGR su dati Agenzia del Territorio

ALLEGATO B

Andamento delle vendite immobiliari dal 2004 al 2012

Totale numero di compravendite non residenziali



Fonte: Elaborazione Prelios SGR su dati Agenzia del Territorio