



Dottorato di ricerca in Banca e Finanza
Workshop di Presentazione dei Laboratori di ricerca

**Laboratorio di Finanza Immobiliare:
le ricerche realizzate nel 2008 e
quelle in corso**

Claudio Giannotti
Università LUM

Università di Roma Tor Vergata, 28 gennaio 2009

Gli obiettivi del Laboratorio

- Il Laboratorio si propone di realizzare ricerche che siano rigorose sul piano scientifico e utili sul piano operativo
- Il Laboratorio intende creare opportunità di collaborazione tra i ricercatori e gli operatori, al fine di sfruttare le possibili sinergie
- Sul Laboratorio possono convergere anche eventuali ricerche finalizzate

L'obiettivo di oggi

Presentazione delle ricerche effettuate e (soprattutto) in corso di realizzazione per un utile confronto tra ricercatori e operatori

Mentre in altre occasioni il focus è sui “profili scientifici” delle ricerche (es. D-Day) oggi il focus è sugli “aspetti operativi”

Agenda

Alcune ricerche realizzate nel 2008

Le ricerche in corso

Il punto di vista degli operatori

Alcune ricerche effettuate nel 2008

- Sampagnaro G. e Porzio C. (2008), *Real estate Investments: the case of Italian Market*”, in Carretta A., Fiordelisi F. e Mattarocci G., “New drivers of performance in a changing financial world”, Palgrave MacMillan
- Giannotti C. e Mattarocci M. (2008), “*Real Estate Selection and Portfolio Construction Model: Data Analysis from Italian market*” in Carretta A., Fiordelisi F. e Mattarocci G., “New drivers of performance in a changing financial world”, Palgrave MacMillan
- Cacciamani C. (a cura di) (2008), *Gli investimenti immobiliari nei fondi pensione e nelle casse di previdenza*, EGEA, Milano

Agenda

Alcune ricerche realizzate nel 2008

Le ricerche in corso

Il punto di vista degli operatori

Le ricerche in corso

- Attualmente vi sono 11 ricerche in corso di realizzazione (10 paper/articoli e 1 curatela), con stati di avanzamento diversi e con il contributo di dottorandi e non

... Un sincero ringraziamento a tutti coloro che rendono possibile questa attività di ricerca: colleghi universitari, istituzioni e operatori !!!

Il social housing

- Marisa Gigante (*personal workshop*)
- Esigenze abitative per quella fascia della popolazione “troppo ricca” per l’edilizia popolare e “troppo povera” per l’edilizia di mercato
- Come si può aumentare e migliorare l’edilizia abitativa (incentivi fiscali, aree a standard, costi di gestione, ecc.)?
- Quale è il ruolo dei vari soggetti coinvolti (banche, costruttori, fondi immobiliari, ecc.)?
- Quali soluzioni sono state adottate all’estero?

La selezione degli esperti indipendenti da parte delle SGR

- Antonio Cadoni (*spring paper*)
- Le regole di valutazione degli immobili in Italia sono in linea con le *best practices* internazionali? Quali sono i fattori rilevanti?
- Come le SGR scelgono l'esperto indipendente?
- Quali sono le motivazioni che potrebbero portare il CdA di una SGR a discostarsi dalle valutazioni degli esperti indipendenti?

Il rischio sistematico del mercato immobiliare

- Paola De Santis (*autumn paper*)
- Analisi dell'andamento dei titoli REIT americani e del rischio sistematico del mercato immobiliare
- Il Beta dei titoli del comparto immobiliare è rimasto costante a seguito della crisi *subprime*?
Si è verificato un cambiamento strutturale?
- Risultati parziali: aumento della volatilità e del livello del Beta

I fondi e le operazioni di sviluppo immobiliare

- Alessandra Susanna (*personal workshop*)
- I vantaggi e i vincoli del fondo immobiliare per le operazioni di sviluppo immobiliare?
- L'analisi dei flussi finanziari di un'operazione di sviluppo realizzata attraverso un fondo?
- L'analisi dei rischi dell'operazione?
- Punto di osservazione privilegiato (*fund manager* di Fimit SGR)

Gli investimenti nel settore alberghiero

- Luca Spinelli (*autumn paper*)
- In collaborazione con AICA
- Quali sono i criteri utilizzati per la selezione di un investimento alberghiero?
- Risultati parziali: l'analisi della frontiera efficiente degli investimenti alberghieri rivela l'importanza degli alberghi di qualità (stelle), nelle principali città (Roma, Milano, Firenze e Venezia), ovvero in località turistiche rilevanti

Il rischio locatario in Italia - output

- Ricerca in collaborazione con IPD
- C. Giannotti, D. Martelli, D. Manstretta (2008), *Tenant risk in the Italian real estate funds: analysis and communication*, ERES, Cracovia
- C. Giannotti, D. Manstretta (2008), *L'analisi del rischio tenant nel mercato immobiliare italiano*”, Seminario di presentazione del Secondo Rapporto sul mercato immobiliare 2008 di Nomisma, Roma, 15 luglio
- Duccio Martelli (*autumn paper*)

Il rischio locatario in Italia - obiettivi

- Analisi delle caratteristiche del mercato italiano delle locazioni, delle opportunità e dei rischi per operatori ed investitori, con particolare attenzione alle clausole di rescissione anticipata (*break clauses*)
- Dati forniti da IDP
- In prospettiva: inserire i dati 2008 e confrontare i risultati con quelli dei principali Paesi europei (UK, Germania e Francia)

Il rischio locatario in Italia - primi risultati

Nel corso del 2007

- vi è stata una limitato esercizio delle opzioni di rescissione presenti nei contratti siglati negli anni passati
- nel contesto italiano le *break clauses* sono quasi esclusivamente esercitabili dagli affittuari
- ciò farebbe ipotizzare un'elevata volatilità dei rendimenti; in realtà, i dati IPD mostrano una relativa stabilità del rendimento *total return* degli investimenti negli ultimi anni

Il rischio locatario in Italia - primi risultati

Al 31 dicembre 2007, le differenze in termini di strutture contrattuali per i principali investitori:

- ... i fondi chiusi e le property company mostrano una struttura di contratti di locazione molto simile
- ... i fondi pensione registrano invece un elevato numero di contratti in scadenza nel prossimo futuro; molti di questi prevedevano condizioni più onerose per la proprietà rispetto a quelle attuali di mercato

Il rischio locatario in Italia - primi risultati

La performance degli investitori (2001-2007):

- i fondi pensione hanno riportato i più bassi livelli di rendimento e di deviazione standard
- il settore più interessante, secondo il profilo rischio-rendimento, è quello *retail*
- ... ma i fondi pensione ignorano quasi completamente tale settore ! I maggiori benefici per i fondi pensione potrebbero allora derivare dall'investimento nel *residential e hospitality*, che ad oggi IPD non monitora direttamente

La quotazione a sconto - output

- C. Giannotti, A. Ferrari (2008), *The Discount on the Real Estate Closed-End Funds: Evidences from the First Takeover Bids on the Italian Market*, ERES, Cracovia
- A. Ferrari (2008), *Il Puzzle dei Fondi Immobiliari Quotati Italiani: Evidenze dalle Prime OPA sul Segmento MTF di Borsa Italiana*, working paper (pubblicato, in seconda edizione, sulla rivista on-line “Impresa Progetto, DITEA, Facoltà di Economia dell’Università di Genova, giugno 2008)

La quotazione a sconto - obiettivo

- Analisi delle quotazioni giornaliere dei fondi immobiliari quotati sul segmento MTF di Borsa Italiana
- Analisi della quotazione a sconto sul NAV durante la prima OPA condotta sul mercato (fondi Tecla e Berenice, Pirelli R.E. SGR)
- Quali sono le ragioni (razionali e irrazionali) alla base del fenomeno della quotazione a sconto?

La quotazione a sconto - primi risultati

- L'analisi conferma l'importanza della scarsa fiducia del mercato sulla stima del NAV (Gentry, Jones e Mayer, 2004; Cacciamani, Ielasi 2006; Merola, 2004)
- L'analisi sembra invece smentire l'ipotesi che il fenomeno sia una conseguenza dello scarso numero di transazioni che caratterizza il mercato (Merola 2004).

La mitigazione del rischio nei crediti immobiliari - output

- C. Giannotti e L. Gibilaro (2008), *The mitigation in real estate loans: the effectiveness in Italian economic cycle*, ERES, Cracovia
- C. Giannotti e L. Gibilaro, *La mitigazione del rischio nei crediti immobiliari: l'efficacia nel mercato italiano*, Articolo sottoposto a referaggio, Bancaria (Forum)

La mitigazione del rischio nei crediti immobiliari - obiettivi

- Esiste una relazione tra il ciclo economico nazionale e l'andamento del mercato immobiliare?
- Esiste una relazione tra il ciclo economico regionale e l'efficienza dei tribunali competenti? Ossia, l'andamento del ciclo economico influenza l'efficacia delle procedure di recupero?

La mitigazione del rischio nei crediti immobiliari – primi risultati

- Non si registra una influenza diretta del ciclo economico sull'andamento del mercato immobiliare ovvero sull'efficienza dei tribunali
- Anche se alcuni settori appaiono più influenzati dall'andamento del ciclo economico e il turnover delle procedure esecutive aumenta quando cresce il ciclo economico
- Ne deriva un'attenuazione della rilevanza dei fattori macroeconomici nella determinazione del capitale regolamentare (*downturn* LGD)

I mutui alle famiglie – output e obiettivi

- U.Filotto e A. Ferrari (2008), *Towards the Estimation of the Attraction of European Residential Mortgage Markets: a Methodological Approach*, ERES e Global Business & Economics Research Conference (Pubblicato sulla Business Review, Cambridge)
- Definizione di una metodologia di stima del grado di attrattività dei mercati dei mutui ipotecari residenziali in vari Paesi, utile per le strategie di internazionalizzazione delle banche

I mutui alle famiglie - risultati

- Esiste una stretta relazione fra le erogazioni di mutui e alcune variabili di natura non finanziaria: lo stock di residenze pro capite, i permessi di costruire rilasciati pro capite ed il numero di abitazioni completate
- A parità di ogni altra condizione, un settore delle costruzioni dinamico può rendere più “attraente” il mercato dei mutui ipotecari residenziali per le banche

Osservatorio Mercato Mutui

- Nel 2003, dalla collaborazione tra Banca per la Casa e SDA Bocconi nasce l'Osservatorio del Mercato dei Mutui Casa alle Famiglie (coordinatore: prof. Umberto Filotto), per il monitoraggio del mercato del credito immobiliare italiano ed europeo
- A partire dall'edizione di novembre 2007, collaborano all'Osservatorio anche Annalisa Ferrari e Claudio Giannotti.

La struttura finanziaria dei fondi

- M. Biasin, M.G, Quaranta (2008), *Regulatory and Market Constrains: Effects on REITs Capital Structure and Share Value*, ERES, Cracova
- Come la regolamentazione e i vincoli di mercato influenzano la struttura finanziaria dei fondi immobiliari?
- Come le scelte di finanziamento influenzano il valore delle quote dei fondi immobiliari?

La gestione del rischio immobiliare

- Ricerca in collaborazione con Beni Stabili Gestioni SGR
- Coordinatore: Claudio Giannotti
- Autori: Francesca Battaglia, Massimo Biasin, Claudio Cacciamani, Luca Dondi dell'Orologio, Claudio Giannotti, Federica Ielasi, Gianluca Mattarocci, Claudio Porzio e Gabriele Sampagnaro + Professionisti di Beni Stabili Gestioni SGR
- Oggi ... presentazione *light* !!!

La gestione del rischio immobiliare

- I fattori di rischio dell'investimento immobiliare (Claudio Giannotti e Gianluca Mattarocci):
 - ✓ L'analisi dei singoli fattori di rischio rappresenta un requisito necessario per il *risk management* degli investimenti immobiliari
 - ✓ L'analisi delle macrocategorie di rischio (locatario, esogeno, endogeno e finanziario) non è direttamente utilizzabile per la definizione di strategie di investimento

La gestione del rischio immobiliare

- La variabilità dei prezzi immobiliari e il rischio contesto (Luca Dondi dell'Orologio, Ricercatore di Nomisma):
 - ✓ Analisi dell'importanza della variabilità delle quotazioni immobiliari per la definizione della rischiosità del singolo contesto territoriale
 - ✓ Analisi dei principali fattori da valutare per una scelta localizzativa consapevole

La gestione del rischio immobiliare

- Le fonti informative e l'incertezza immobiliare: le implicazioni (Claudio Porzio, Gabriele Sampagnaro e Francesca Battaglia):
 - ✓ Accanto allo sviluppo dei volumi di mercato immobiliare diretto ed indiretto, non vi è stata una crescita degli strumenti informativi di supporto (efficienza del mercato)
 - ✓ Per il mercato diretto, mancano serie storiche condivise ed omogenee sotto il profilo delle metodologie di rilevazione e delle area geografiche di pertinenza.

La gestione del rischio immobiliare

- La struttura finanziaria dei fondi immobiliari (Massimo Biasin):
 - ✓ Impatto delle scelte di indebitamento sul valore della quota dei fondi
 - ✓ Il rischio finanziario analizzato e misurato da diversi punti di vista (metodi di valutazione)

La gestione del rischio immobiliare

- Il portafoglio dei fondi immobiliari: principi di costruzione e gestione (Claudio Cacciamani e Federica Ielasi):
 - ✓ I principi di costruzione e gestione del portafoglio immobiliare dei fondi italiani
 - ✓ Le scelte in termini di diversificazione e specializzazione

La gestione del rischio immobiliare

- La comunicazione al mercato del rischio dell'investimento immobiliare (Claudio Giannotti e Gianluca Mattarocci):
 - ✓ Dati Beni Stabili Gestioni SGR
 - ✓ “Linee guida” per la quantificazione dell'esposizione al rischio del fondo immobiliare?
 - ✓ Quali elementi maggiormente influenzano il rischio complessivo (scelte di composizione del portafoglio, caratteristiche del singolo immobile, ecc.)?

La gestione del rischio immobiliare

- La gestione del rischio immobiliare: *to be forced or to be compliant?* (Claudio Giannotti):
 - ✓ La gestione efficace del rischio immobiliare è (solo) un obbligo regolamentare oppure un *modus operandi* premiante che avvicina alla “sana e prudente gestione” e che comporta una serie di vantaggi?
 - ✓ Quale è la “*view*” di riferimento?

La gestione del rischio immobiliare

- La funzione di *risk management* (Beni Stabili Gestioni SGR)
- Il caso dei centri commerciali (Beni Stabili Gestioni SGR)

Alcune idee in cantiere ...

- Il rating immobiliare degli investimenti diretti
- La comunicazione del rischio immobiliare al mercato
- Il TIR degli investimenti immobiliari: attenzione alle criticità

Agenda

Alcune ricerche realizzate nel 2008

Le ricerche in corso

Il punto di vista degli operatori

Il “referaggio operativo”

Considerazioni sulle ricerche in corso di realizzazione

Spunti per nuove ricerche