

Working paper sul tema dei fondi immobiliari in fase "preliquidatoria"

Visione strategica

E' in corso un lavoro corale per tentare di gestire in modo efficace e trasparente la sfortunata coincidenza che vede molti dei fondi immobiliari quotati lanciati nei primi anni duemila (circa 5 miliardi di euro) andare in scadenza naturale nei prossimi mesi in una fase del mercato immobiliare assai difficile.

Il contributo di Assoimmobiliare si fonda su un'ipotesi di *road map* lungo due assi d'azione principali:

-da un lato un intervento normativo/regolamentare (coordinato da MEF, Consob e Banca d'Italia) per ammodernare le modalità di convocazione e di gestione delle Assemblee dei quotisti, in analogia con quanto già fatto per le società quotate. Non si tratta di mettere in discussione la riforma del 2010, anche perché oggi è più che mai necessario dare stabilità al quadro normativo di riferimento. Si deve tuttavia tenere conto del periodo di eccezionale difficoltà del Paese e delle severe condizioni di mercato e consentire una più agevole partecipazione dei quotisti a decisioni che possono avere un impatto sostanziale sul patrimonio dei fondi in cui hanno investito. Ferme restando l'autonomia e la responsabilità delle SGR oggi fissate per legge, va in una certa misura condiviso il miglior modo per salvaguardare il patrimonio nell'interesse dei quotisti stessi.

In una fase come questa le regole di convocazione delle Assemblee, i *quorum* e le maggioranze qualificate via via previste, devono rispondere anche ad obiettivi di efficacia e di praticità deliberativa e non avere esclusivamente un'ottica di separazione dei ruoli e di tutela. Tutela che va, comunque, difesa contro ogni tentativo di abuso;

-da un altro lato, sarebbe opportuna un'azione parlamentare che introduca nuove opzioni per l'estensione di durata, la liquidazione e l'eventuale conferimento ad altri fondi del patrimonio immobiliare dei veicoli in scadenza. Finanche a consentirne la trasformazione in società quotate tipo Siiq.

Sempre fatti salvi i diritti dei quotisti di minoranza, si dovrebbero infatti introdurre, anche per i fondi immobiliari quotati, i più recenti meccanismi in materia di diritto di recesso, di *squeeze out* e di offerte pubbliche di acquisto messi a disposizione delle società quotate grazie agli ultimi provvedimenti riformatori stimolati dalla crisi economica.

L'elaborazione di alcuni elementi di riforma che diano una risposta efficace alla difficoltà straordinaria del mercato e che consentano una gestione più agile e meno statica, molto importante per far rinascere questo segmento di investimento popolare nel *real estate*, caduto ingiustamente in disuso a vantaggio dei fondi riservati e dei fondi speculativi a metà degli anni duemila.

La possibilità di lanciare offerte pubbliche regolamentate sui fondi in scadenza, ad esempio, sia pure con le più ampie tutele per i quotisti di minoranza o per i quotisti dissenzienti, rappresenterebbe un notevole fattore di movimentazione di questo specifico mercato.

Nota illustrativa tecnica

In relazione alla prima linea di intervento, relativa al funzionamento degli organi deliberativi, appare indifferibile una "sollecitazione" normativa, anche di natura regolamentare, presso i regolatori al fine di introdurre la proroga della scadenza dei fondi e la messa in liquidazione, da perfezionarsi non oltre il quinquennio, e di semplificare le modalità di convocazione dell'assemblea - in via di mera ipotesi, delegabile al depositario centrale Monte Titoli -, unitamente al processo decisionale e alle modalità di espressione del voto. A tale ultimo riguardo, potrebbe prevedersi a fronte delle note problematiche relative al funzionamento delle assemblee e della loro inattività per mancata soddisfazione delle maggioranze richieste, il voto favorevole dei quotisti nella forma debole del "silenzio assenso", in modo che la partecipazione di quest'ultimi si manifesti attraverso il "dissenso" da comunicarsi entro un termine prestabilito, in assenza del quale gli stessi partecipanti si hanno per "consenzienti". Del pari, è da prevedersi un meccanismo di tutela dei quotisti "dissenzienti" che ponga, ad esempio, sulla possibilità di rimborso anticipato delle quote.

Sempre al fine di agevolare la liquidazione dei fondi immobiliari quotati sarebbe auspicabile un intervento del Legislatore affinché agli stessi fondi venga estesa la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie attualmente applicabile alle società con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati. Ciò in quanto per i fondi quotati non trovano applicazione l'obbligo di acquisto declinato dall'art. 108 del TUF, posto a tutela di quanti hanno ritenuto di non aderire all'offerta in caso di raggiungimento di livelli partecipativi, a seconda dei casi, del 90 e del 95 per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata, nonché il diritto di acquisto di cui all'art. 111 del medesimo decreto, che scatta, a tutela dell'offerente, in caso di raggiungimento di una partecipazione almeno pari al 95% del capitale di una società italiana quotata (c.d. *squeeze out*). In considerazione di detta disparità di trattamento tra le quote di OICR e i titoli negoziati in mercati regolamentati difficilmente un offerente promuoverà un'offerta pubblica di acquisto senza avere la consapevolezza di poter ottenere il *delisting* in caso di adesioni particolarmente elevate. Al contempo, il possessore di quote si troverà in una posizione di difficoltà (c.d. *pressure to tender*) nel formulare una decisione in merito all'opportunità di aderire a una determinata offerta, non avendo la certezza di poter cedere all'offerente a condizione certe nel caso in cui, nonostante la sua mancata adesione, il flottante si riduca al di sotto di limiti minimi.

Si ricorda che le vigenti normative offrono, anche a valle di recenti disposizioni modificative, taluni strumenti che potrebbero essere utilizzati dai fondi immobiliari, anche riservati a investitori qualificati, al fine di ottimizzare i rendimenti delle attività di smobilizzo, tra cui:

a) il conferimento in società di scopo alla quale viene conferito, per l'appunto, il patrimonio del fondo, successivamente liquidato mediante: i) cessione a terzi delle azioni/quote della società veicolo da parte del fondo, con attribuzione ai quotisti dei proventi di tali trasferimenti; ii) assegnazione diretta ai quotisti delle azioni/quote della società veicolo;

b) la liquidazione mediante fusione tra fondi comuni che può realizzarsi secondo due modalità: i) il fondo a scadenza viene fuso per incorporazione nel fondo più longevo entrando a far parte del patrimonio del fondo incorporante, ed è assoggettato alla durata di quest'ultimo; ii) il fondo più longevo viene fuso per incorporazione nel fondo a scadenza. Per consentire ai quotisti del fondo a scadenza di ottenere la liquidazione delle proprie quote, il fondo più longevo può promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle quote del fondo a scadenza o, comunque, procedere all'acquisto delle quote dai singoli quotisti, prima di procedere alla fusione;

c) la liquidazione mediante *roll over transaction* in cui l'intero patrimonio del fondo a scadenza viene conferito in un fondo di nuova istituzione, le cui quote vengono successivamente collocate a terzi oppure assegnate ai quotisti del fondo conferito. Tra i temi emergenti da tali operazioni da notare: (i) nel caso di fondo quotato il *delisting* - in specie, per i fondi a basso flottante - mediante i citati meccanismi di *squeeze out*, (ii) l'*exit strategy* per i partecipanti al fondo conferente, (iii) la gestione conflitti d'interesse, (iv) la gestione dell'indebitamento finanziario;

d) la scissione del fondo in scadenza in cui il fondo oggetto di scissione parziale, previa autorizzazione della Banca d'Italia, trasferisce solo una parte del suo patrimonio ad una o più fondi immobiliari beneficiari (esistenti o di nuova costituzione). In tal caso, poiché il fondo scisso continua ad esistere, i suoi quotisti, oltre a conservare le loro quote, riceveranno quote del fondo beneficiario in base al rapporto di cambio stabilito nel progetto di scissione;

e) trasformazione/*roll over transaction* in SIIQ in relazione a fondi quotati o a proprietà diffusa che si trovano in liquidazione o nel periodo di grazia, mediante l'assegnazione, anche in via parziale, ai singoli quotisti di azioni di società di investimento immobiliare quotate.

Le predette modalità di smobilizzo delle attività dei fondi sarebbe opportuno fossero accompagnate dalla concessione, a favore dei quotisti che non ritengano di approvare la relativa deliberazione, di un diritto di recesso risolvendosi nel rimborso delle quote detenute, in luogo degli strumenti finanziari offerti in concambio.

Al di là della situazione contingente, che sta animando e agitando il dibattito in seno al settore e alle associazioni di categoria, il nodo della scadenza è alla base di disfunzioni strutturali del segmento dei fondi immobiliari come prodotto di investimento, in quanto:

- disincentiva modelli di gestione dinamica dei portafogli, inducendo i gestori a tarare sulla durata regolamentare, e non sulle opportunità di ciclo, le decisioni di investimento e disinvestimento dei gestori, a scapito della massimizzazione delle *performance*;
- distorce l'andamento della quotazione dei titoli dei fondi in Borsa, in quanto fissa sul NAV il valore a scadenza degli stessi e impedisce la formazione di prezzi a premio basati su potenziali apprezzamenti da parte del mercato di prospettive di valorizzazione sviluppate a profondità temporali differenziate (ogni eventuale *goodwill* del portafoglio sottostante viene schiacciato dal termine fisso imposto all'orizzonte d'investimento)
- infine, può causare – come sta causando – situazioni di stallo del mercato, per il prodursi di un eccesso di offerta connesso all'accumulo di scadenze, anche in fasi flettenti di ciclo o addirittura con negative influenze pro-cicliche.

Per le ragioni suddette, si ipotizza di rendere i fondi immobiliari privi di scadenza o, almeno, di mutare per tali organismi le disposizioni sulla durata già previste per le società commerciali.

Sarebbe opportuno valutare l'introduzione di modifica della normativa primaria sulla durata dei fondi immobiliari prevedendo la possibilità di fissare nei regolamenti di gestione, laddove possibile, una durata illimitata del fondo con liquidazione a seguito del raggiungimento dello scopo del fondo medesimo, beninteso che quest'ultimo sia tratteggiato e definito quanto a rendimenti dei quotisti, a realizzazione della pipeline di investimenti e piano disinvestimenti, a perfezionamento del ciclo gestionale degli immobili (art. 37 TUF e D.M. 228/1999; no limiti quantitativi a livello di normativa comunitaria).