



Gli incontri di

TUTORISPARMIO

Milano, 11 e 12 aprile 2008

Claudio Cacciamani

Professore di Economia degli Intermediari Finanziari

Università di Parma

**Hedge funds, private equity e fondi immobiliari:
strategie vincenti per portafogli decorrelati**

Milano, 12 aprile 2008

Gruppo



La cultura dei fatti.



Agenda

- Gli investimenti alternativi
- Perché investire/non investire “alternativo”?
- Le caratteristiche comuni
- Hedge fund
- Real Estate
- Private Equity

Gli INVESTIMENTI ALTERNATIVI

Gestioni Alternative

Asset Class Alternative

Alternative Investment

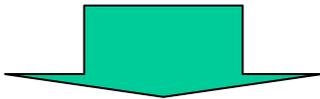
Di quale categoria di investimento si parla?

**HEDGE FUND, FONDI SPECULATIVI, PRIVATE EQUITY,
VENTURE CAPITAL, REAL ESTATE, IMMOBILI,
COMMODITIES, MATERIE PRIME, VOLATILITA',
RISCHI CATASTROFALI etc...**

Gli INVESTIMENTI ALTERNATIVI

Difficoltà (Impossibilità ?) di fornire una
DEFINIZIONE precisa di investimento
alternativo ...

Tra i tanti tentativi della letteratura ...



*“Qualsiasi investimento che presenta particolari proprietà di relazione rischio/rendimento e che normalmente non si può trovare in stock tradizionali può essere definito **Investimento Alternativo**”* (Schneeweis, Pescatore – 1999).

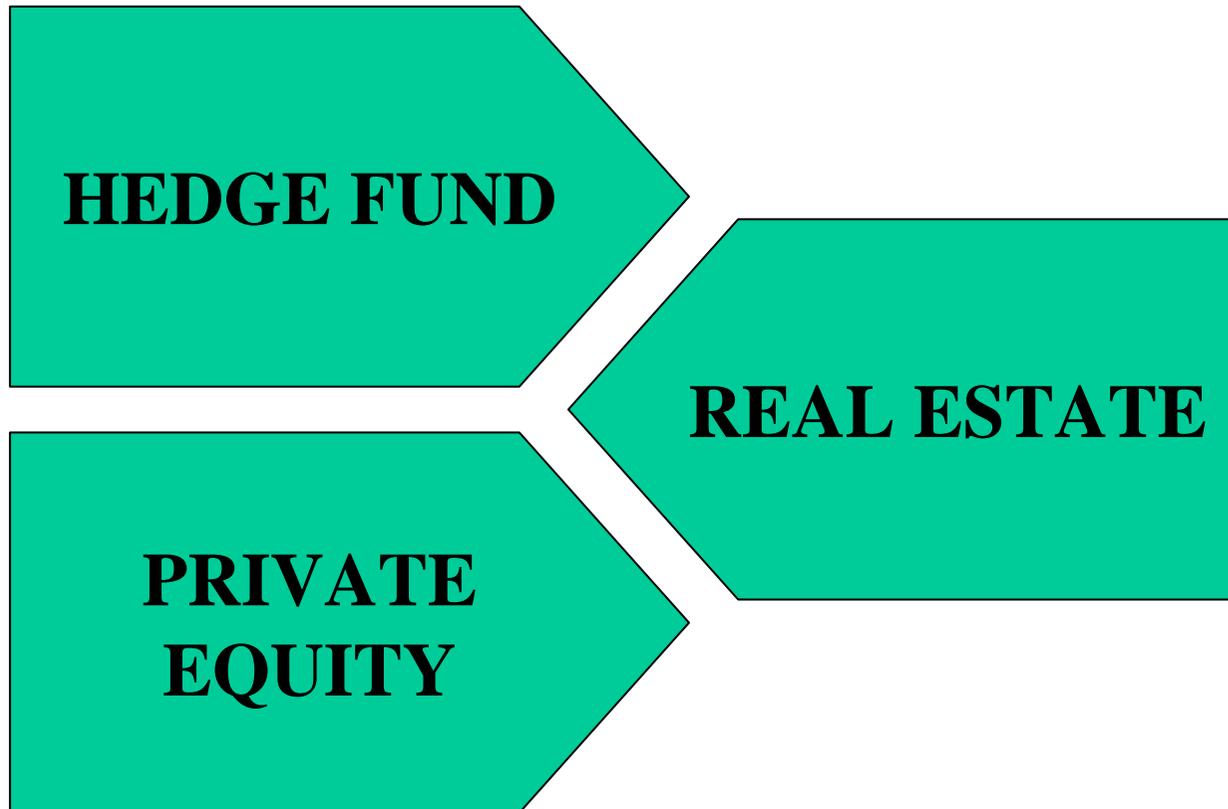
Le CARATTERISTICHE COMUNI

Perché investire/non investire “ALTERNATIVO”?

- Bassa correlazione con i benchmark dei mercati azionari e obbligazionari.
- Alta potenzialità di rendimento rispetto a investimenti tradizionali (a cui corrisponde tuttavia un elevato profilo di rischio).
- Operatività in deroga alla normativa vigente sulla tutela del risparmio (possibilità di adottare strategie non permesse ai gestori tradizionali, possibilità di operare con strumenti finanziari non convenzionali per tipologie e/o quantità, maggiore flessibilità operativa, etc.).
- “Particolari” categorie di Investitori.
- Illiquidità dell’investimento.
- Presenza di una rilevante “componente umana”.

In particolare ...

**INVESTIMENTI
ALTERNATIVI**



Hedge Fund, Real Estate, Private Equity

MODALITA' di Investimento

MODALITA' di INVESTIMENTO	DIRETTO	FONDI	FONDI di FONDI	STRUTTURATI
HEDGE FUND		X	X	X
REAL ESTATE	X	X	X	
PRIVATE EQUITY		X	X	X

Hedge Fund, Real Estate, Private Equity

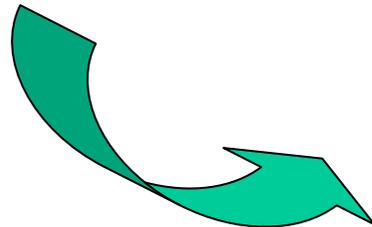
FATTORI POSITIVI E NEGATIVI

FATTORI POSITIVI e NEGATIVI		DIRETTO	FONDI	FONDI di FONDI	STRUTTURATI
HEDGE FUND	P		Selezione diretta dei gestori/strategie	Maggiore diversificazione	Personalizzazione struttura pay-out
	N		Competenze e struttura organizzativa adeguate	Minore trasparenza	Minore trasparenza
REAL ESTATE	P	Controllo diretto degli investimenti	Semplificazione amministrativa	Maggiore diversificazione	Personalizzazione struttura pay-out
	N	Amministrazione spesso non efficiente	Particolare struttura di rendimento	Minore trasparenza	Minore trasparenza
PRIVATE EQUITY	P		Selezione diretta del manager	Maggiore diversificazione	Personalizzazione struttura pay-out
	N		Particolare struttura di rendimento	Minore trasparenza	Minore trasparenza

HEDGE FUND

claudio.cacciamani@unipr.it

HEDGE FUND



Tipologia di strumento più nota tra gli *alternative investment*

Hedge Fund

“struttura d’investimento che, in deroga alle principali normative che disciplinano la gestione collettiva del risparmio, impiega le proprie risorse in strumenti finanziari differenti tra loro”.

Obiettivo Finale: *ottenere una performance elevata.*

Differenti **TECNICHE** di **INVESTIMENTO**

**Tecniche di
Investimento**



- Hedging
- Short selling
- Utilizzo di derivati
- Arbitrage
- Leveraging

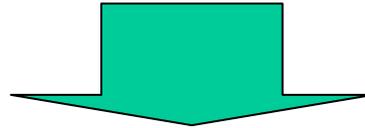
**Difficoltà di definire un modello operativo
comune a tutte le tipologie di HF**

REAL ESTATE

claudio.cacciamani@unipr.it

I FONDI IMMOBILIARI

*I fondi immobiliari sono una particolare tipologia
giuridica di fondi comuni di investimento*



Il fondo immobiliare quindi è un fondo chiuso di diritto italiano, che investe in immobili (investimento indiretto), in diritti reali e partecipazioni immobiliari (investimento indiretto) almeno i 2/3 del valore complessivo del Patrimonio.

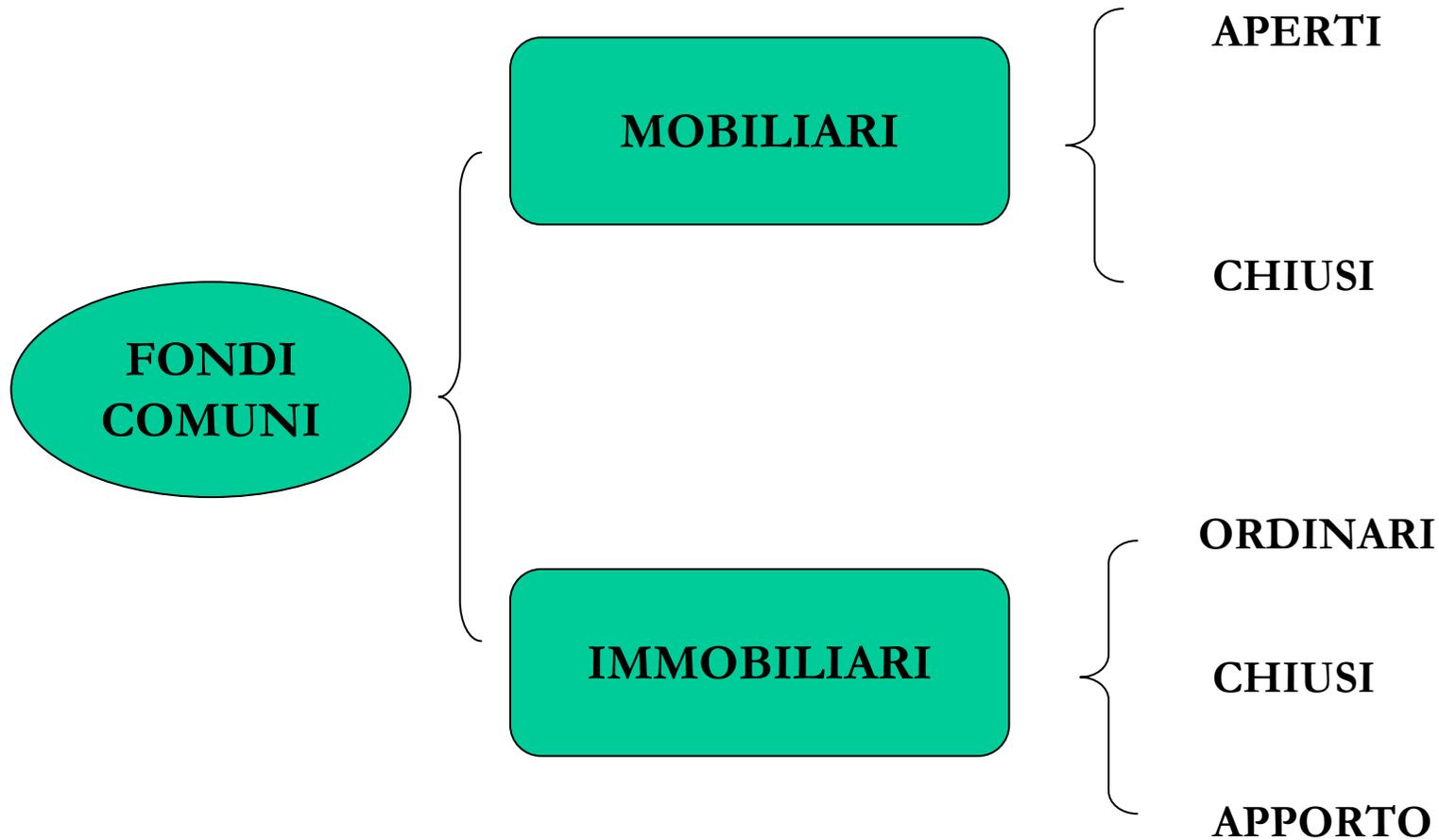
I FONDI IMMOBILIARI

- La Funzione economica dei fondi immobiliari è consentire agli investitori/risparmiatori di beneficiare degli investimenti immobiliari con minori rischi e maggiore diversificazione rispetto ad un investimento diretto.
- Offrono un maggior grado di liquidabilità in caso di quotazione in borsa.
- Le economie di scala derivanti da una gestione professionale accentrata di tutti gli investimenti riducono i costi di gestione rispetto ad un investimento diretto.
- I fondi immettono sul mercato immobiliare risorse finanziarie.

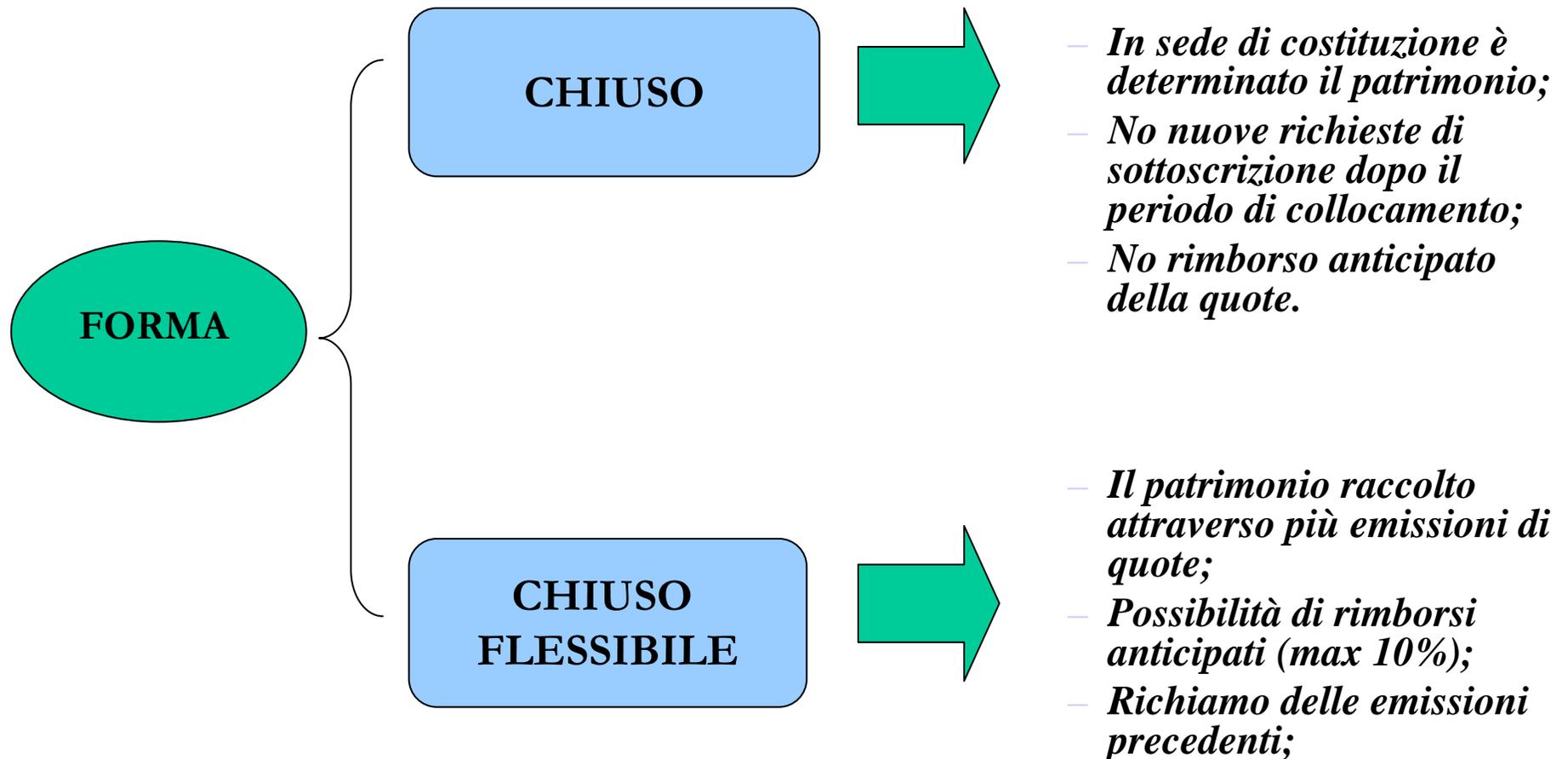
I FONDI IMMOBILIARI

- Le quote di partecipazione al fondo, tutte di uguale valore, quando non quotate, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore a scelta del sottoscrittore.
- Il patrimonio del fondo viene raccolto mediante una o più emissioni di quote, di eguale valore. La prima emissione deve essere sottoscritta entro il termine massimo di 18 mesi dall'autorizzazione di Banca d'Italia.
- Le quote di partecipazione devono essere rimborsate alla scadenza del termine di durata del fondo, ovvero anticipatamente.
- Il calcolo del valore della quota (e la relativa forma di pubblicità) deve avvenire con cadenza almeno semestrale.

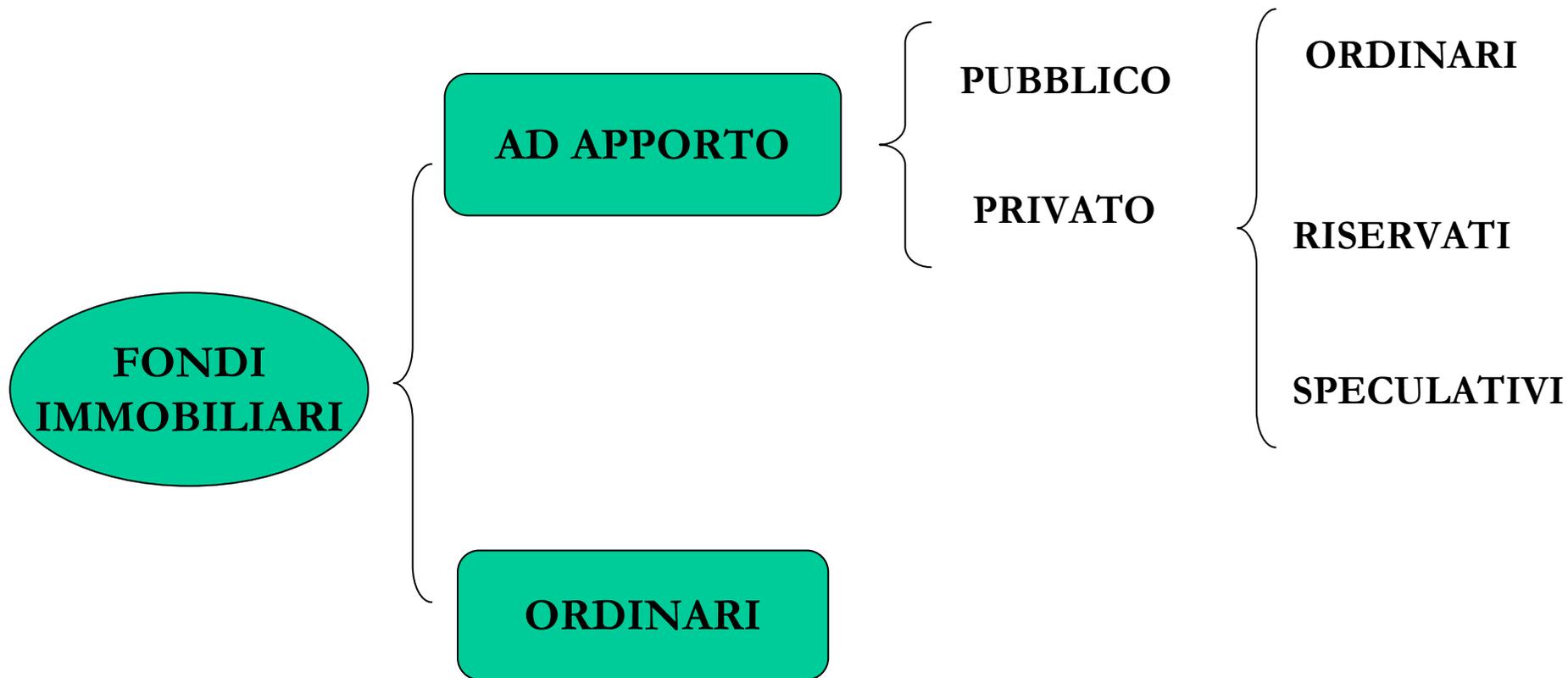
I FONDI IMMOBILIARI



I FONDI IMMOBILIARI: forma

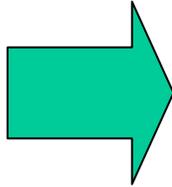


I FONDI IMMOBILIARI: tipologia



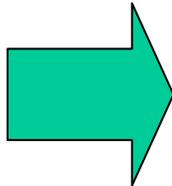
I FONDI IMMOBILIARI: tipologia

ORDINARI



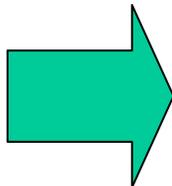
- Destinati ad un pubblico retali;
- Devono essere quotati in borsa se la quota unitaria è inferiore a Euro 25.000.

RISERVATI



- Riservati ad investitori qualificati;
- I limiti agli investimenti possono essere diversi da quelli stabiliti in via generale dalla Banca d'Italia;

SPECULATIVI



- Investimento minimo euro 500.000
- Possono derogare ai limiti ed ai divieti stabiliti da Banca d'Italia;
- Gestiti da una struttura dedicata (SGR speculativa)

I fondi ad apporto privato: diffusione

- Nel comparto degli investimenti real estate si è assistito a una progressiva diffusione dei **fondi immobiliari ad apporto privato**.
- Questi risultano finalizzati soprattutto a:
 - **Operazioni di smobilizzo di patrimoni immobiliari** di grandi investitori;
 - **Razionalizzazione della gestione di investimenti** da parte di operatori privati.

I fondi ad apporto privato: costituzione

- Per la costituzione del fondo, occorre procedere preventivamente all'**individuazione dei beni** che si desidera conferire al fondo;
- Dopo la valutazione i beni vengono effettivamente apportati e **il soggetto conferente riceve le quote del fondo**;
- Il conferimento può riguardare **un intero portafoglio o singoli beni**.

I fondi ad apporto privato: costituzione

- L'apporto privato può essere realizzato **senza particolari vincoli**;
- Esiste tuttavia l'obbligo che la **valutazione dei beni** da conferire sia effettuata **da un esperto indipendente** nominato dalla Sgr;
- Deve inoltre essere condotta una verifica da parte di un intermediario finanziario sulla **coerenza** dei conferimenti **rispetto alla politica di gestione** dichiarata nel regolamento del fondo.

I fondi ad apporto privato: gestione

- La gestione del patrimonio del fondo viene demandata a una **SGR**;
- Alternative per la soluzione dei problemi di **corporate governance**:
 - Diffusione di **comitati o assemblee dei quotisti**, con prerogative che possono essere di controllo o di veto, fino ad arrivare a decisioni su tutti gli aspetti straordinari;
 - Presenza di **fund manager relativamente autonomi**, con retribuzioni correlate ai risultati effettivamente conseguiti dai portatori delle quote;
 - Presenza di strutture dialettiche nel processo decisionale delle Sgr, come **amministratori indipendenti nei Cda, comitati di garanzia**.

I fondi ad apporto privato: gestione

ASSETMANAGEMENT <i>MONITORAGGIO STRATEGICO</i>	PROPERTYMANAGEMENT <i>MONITORAGGIO ESECUTIVO</i>	FACILITYMANAGEMENT <i>MONITORAGGIO TECNICO</i>
VALORIZZAZIONE E REDDITIVITÀ DEL PATRIMONIO	ASPETTI AMMINISTRATIVI E TECNICI	SERVIZI A SUPPORTO DELL'EDIFICIO, DEGLI SPAZIE DELLE PERSONE
Studi di fattibilità Riconversione Acquisti e vendite Highest & best use	Redazione budget costi e ricavi Contratti di locazione Riscossione canoni Contenziosi Fiscalità Servizi all'immobile	Manutenzione e gestione impianti Fornitura utilities Layout arredi Pulizia Guardiana e reception

I fondi ad apporto privato: il regime della participation exemption

- La plusvalenza derivante dalla cessione di partecipazioni detenute in una società immobiliare, si considera esente solo se **l'effettiva attività d'impresa svolta dalla società è la costruzione o la vendita degli immobili** e non il mero godimento degli stessi, fra cui rientra anche la concessione in locazione dei medesimi;
- Bisogna verificare **l'effettiva attività svolta dalla società** a prescindere dall'oggetto sociale e **l'effettiva destinazione economica degli immobili**, indipendentemente dalla loro classificazione nel bilancio d'esercizio.

I fondi ad apporto privato: imposizione dei proventi

- La tassazione dei redditi e delle entrate del fondo immobiliare avviene **direttamente in capo ai partecipanti**;
- Sui proventi distribuiti dal fondo e su quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote viene applicata una **ritenuta nella misura del 12,50%**.

I fondi ad apporto privato: imposizione dei proventi

- La ritenuta è applicata **a titolo d'acconto** se i proventi sono percepiti da soggetti che detengono le quote nell'esercizio di attività d'impresa commerciale;
- È applicata **a titolo definitivo** nei confronti dei soggetti residenti che abbiano assunto la partecipazione al di fuori dell'esercizio di attività commerciali.

Confronto tra veicoli giuridici: **OPPORTUNITA'**

- **Società immobiliare**

- Completa libertà in termini di corporate governance
- Assenza di obblighi e vincoli nei confronti delle autorità di vigilanza

- **Fondo riservato**

- Risparmio di costi
- Vantaggi fiscali
- Professionalità della gestione
- Flessibilità
- Progetti tailor made
- Possibili partnership
- Istituzionalizzazione dell'effetto leva

Confronto tra veicoli giuridici:

LIMITI e VINCOLI

- **Società immobiliare**

- Svantaggi fiscali;
- Potenziale mancanza di specifiche professionalità immobiliari;
- Minori garanzie del socio rispetto ai quotisti del fondo immobiliare.

- **Fondo riservato**

- Rispetto di regole di gestione imposte alla SGR;
- Obblighi verso organi di vigilanza;
- Vincoli di corporate governance;
- Valutatori indipendenti.

Confronto tra veicoli giuridici: **VINCOLI e OPPORTUNITA'**

- Dal punto di vista economico-finanziario, per valutare la convenienza dei diversi veicoli giuridici occorre procedere alla costruzione di due **business plan**;
- Dopo aver determinato i risultati conseguiti dai due “veicoli giuridici”, occorre inoltre misurare i flussi finanziari attesi dall'investitore nel fondo dedicato e nella società immobiliare, distinguendo **l'investitore-persona fisica** dall'**investitore persona-giuridica**

“Veicoli giuridici”: confronto costi

- **SOCIETA’
IMMOBILIARE**

- Ammortamenti
- Costi di brokeraggio
- Consulenza strategica
- Costi amministrativi
- Costi del personale
- IRES, IRAP

- **FONDO
RISERVATO**

- Oneri banca depositaria
- Commissione di gestione SGR
- Costo valutatori indipendenti

3. Una verifica empirica: conto economico fondo

	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4	ANNO 5
RICAVI GESTIONE CARATTERISTICA	1838313	2230674	2253897	2277468	2301393
COSTI GESTIONE CARATTERISTICA	363818	364276	364741	365212	365690
MARGINE GESTIONE CARATTERISTICA	1474495	1866397	1889156	1912256	1935703

RICAVI GESTIONE ACCESSORIA	0	0	0	0	0
COSTI GESTIONE ACCESSORIA	360881	386981	386981	386981	386981
MARGINE GESTIONE ACCESSORIA	-360881	-386981	-386981	-386981	-386981

RICAVI GESTIONE FINANZIARIA	60980	60980	60980	60980	60980
ONERI GESTIONE FINANZIARIA	249655	298812	300100	301408	331186
MARGINE GESTIONE FINANZIARIA	-188675	-237832	-239120	-240428	-270206

REDDITO COMPLESSIVO FONDO	924938	1241584	1263055	1284847	1278516
---------------------------	--------	---------	---------	---------	---------

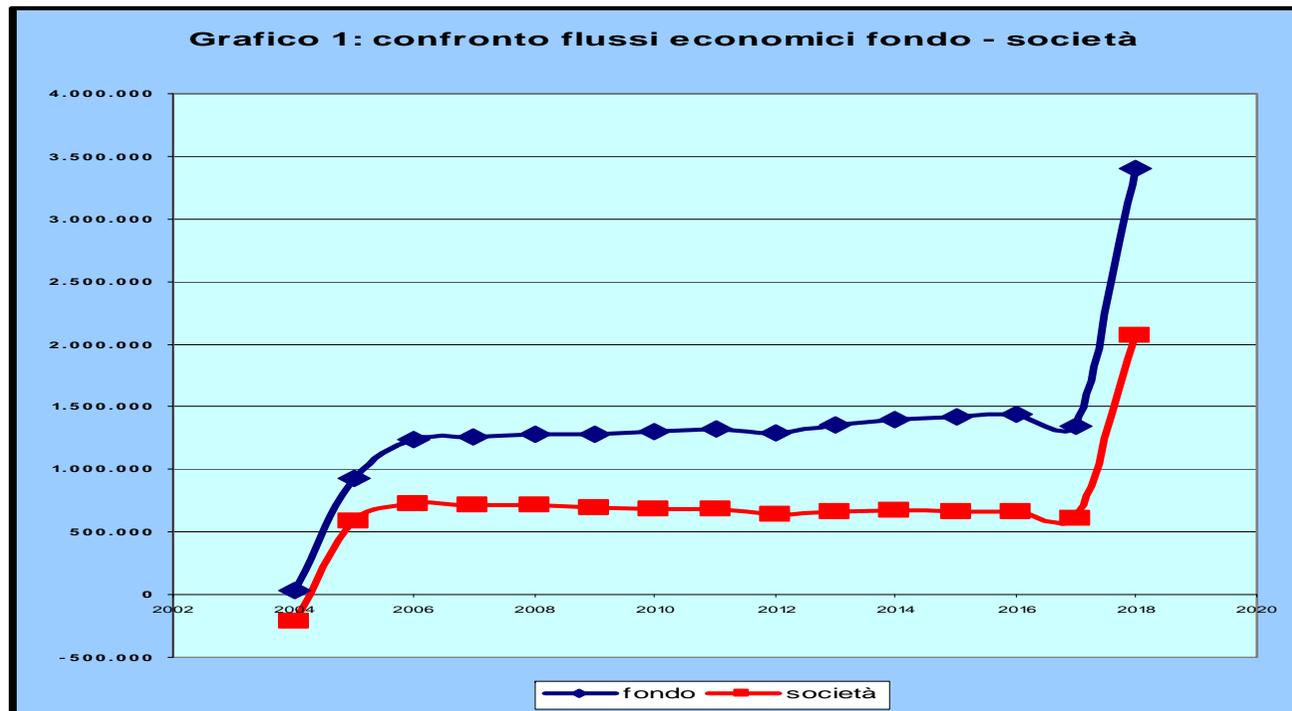
3. Una verifica empirica: conto economico società immobiliare

	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4	ANNO 5
RICAVI GESTIONE CARATTERISTICA	1782608	2117830	2089049	2060796	2033062
COSTI GESTIONE CARATTERISTICA	353222	343365	333789	324486	315448
MARGINE GESTIONE CARATTERISTICA	1429386	1774465	1755260	1736310	1717614

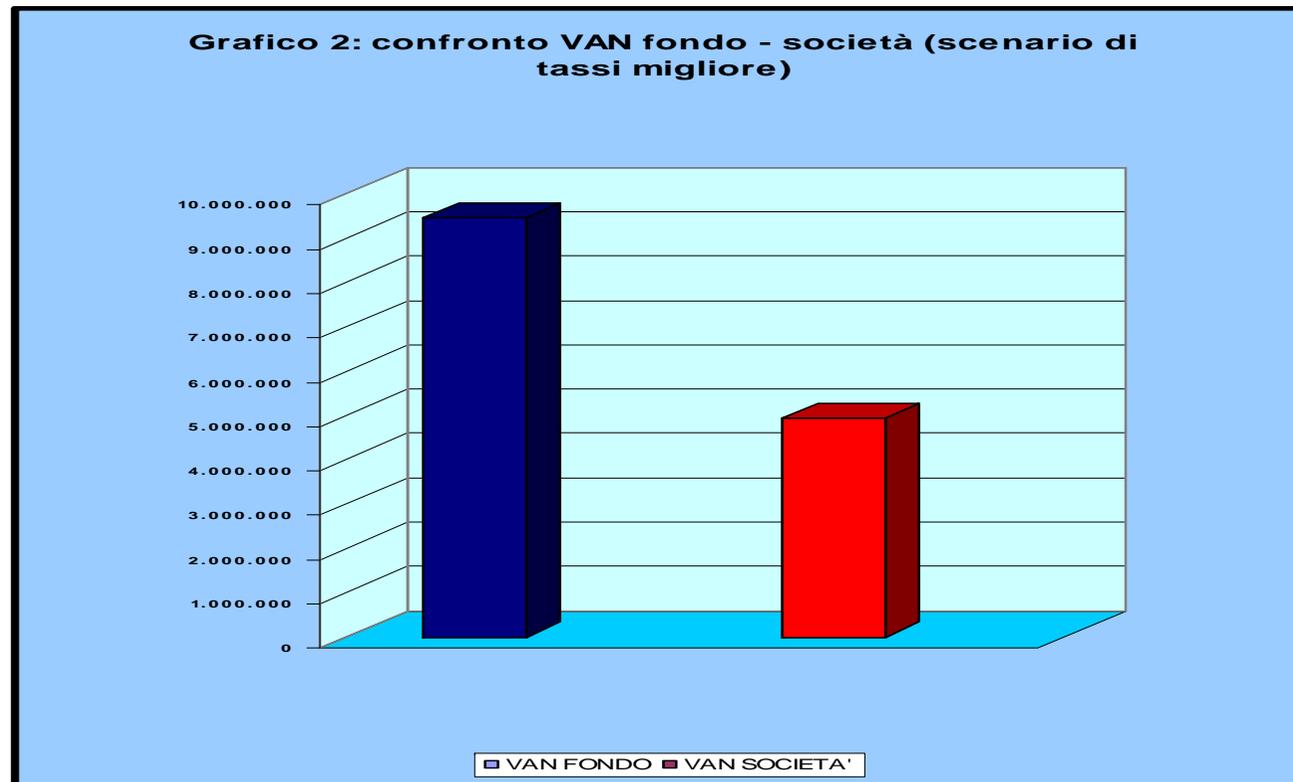
RICAVI GESTIONE FINANZIARIA	60980	60980	60980	60980	60980
ONERI GESTIONE FINANZIARIA	191763	213360	213136	212931	244145
MARGINE GESTIONE FINANZIARIA	-130783	-152380	-152156	-151951	-183165

REDDITO COMPLESSIVO SOCIETA'	1298603	1622085	1603103	1584359	1534449
Ammontare IRES	649203	823087	808723	794670	770245
Ammontare IRAP	60749	75415	74599	73793	72999
REDDITO NETTO SOCIETA'	588650	723583	719782	715896	691205

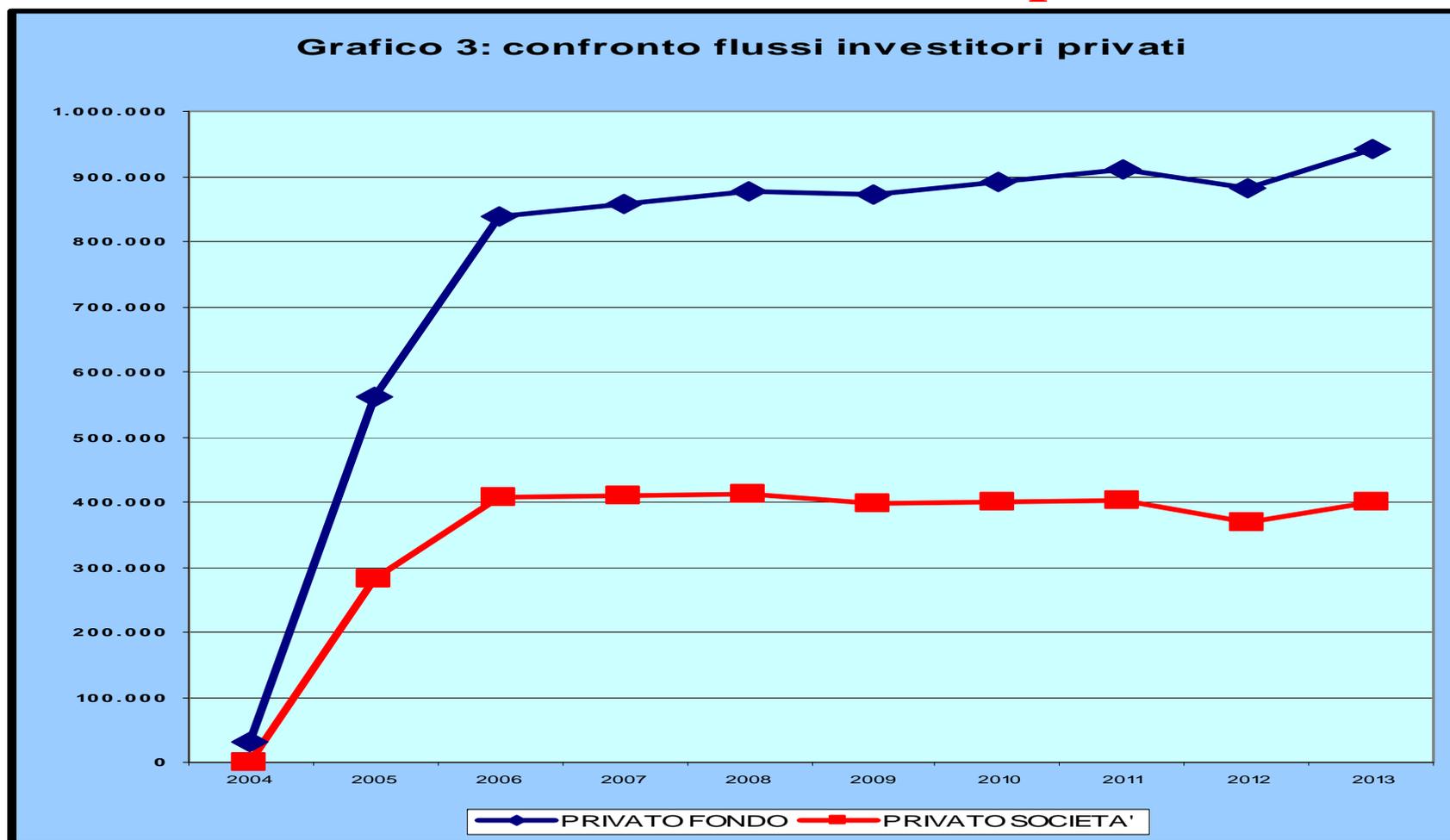
3. Una verifica empirica: confronto flussi economici



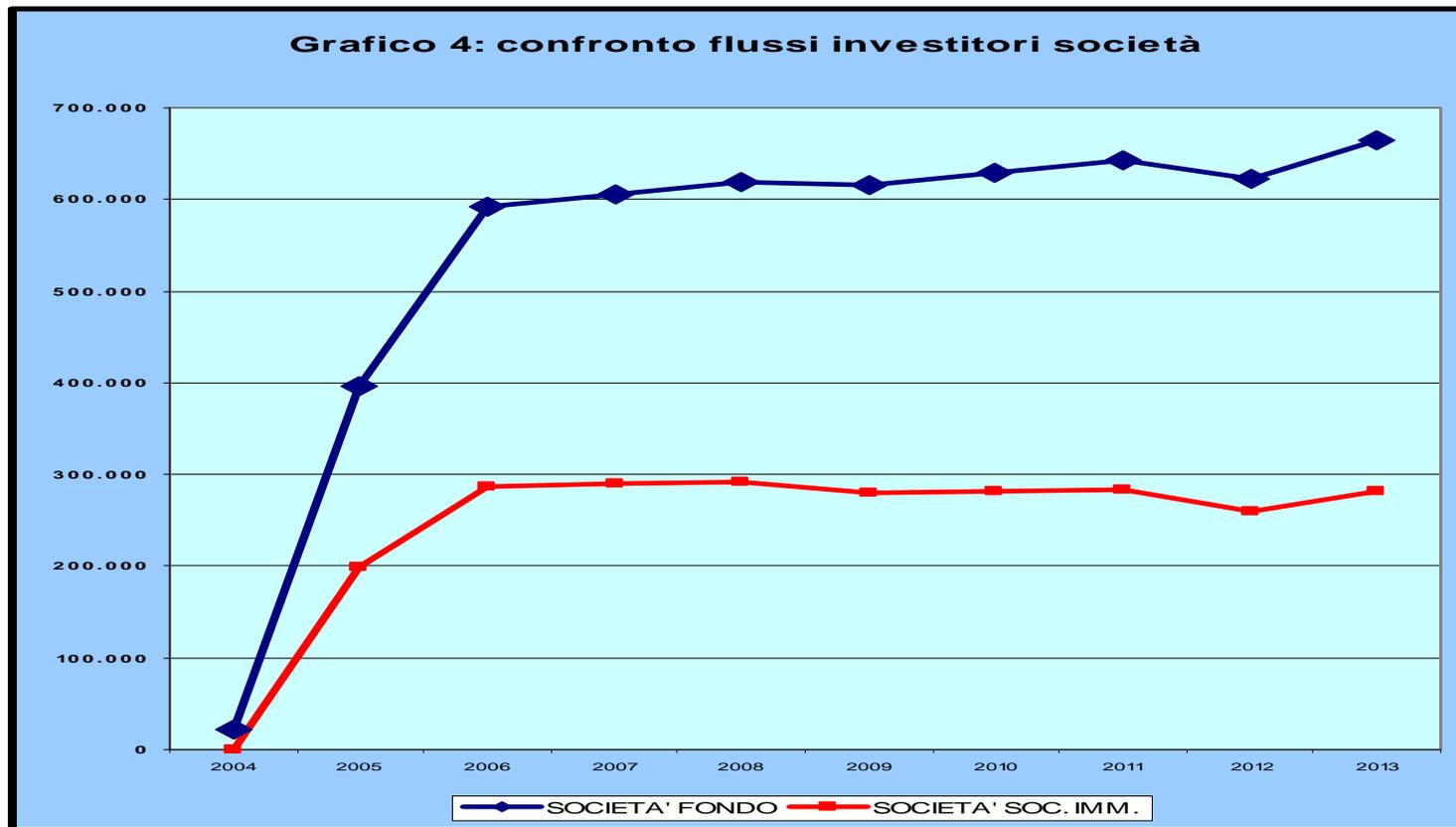
3. Una verifica empirica: confronto VAN



3. Una verifica empirica: confronto flussi investitori privati



3. Una verifica empirica: confronto flussi investitori società

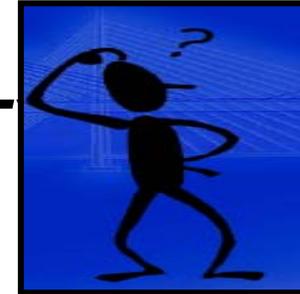


PRIVATE EQUITY

claudio.cacciamani@unipr.it

DEFINIZIONE

- Cosa s'intende per **PRIVATE EQUITY**

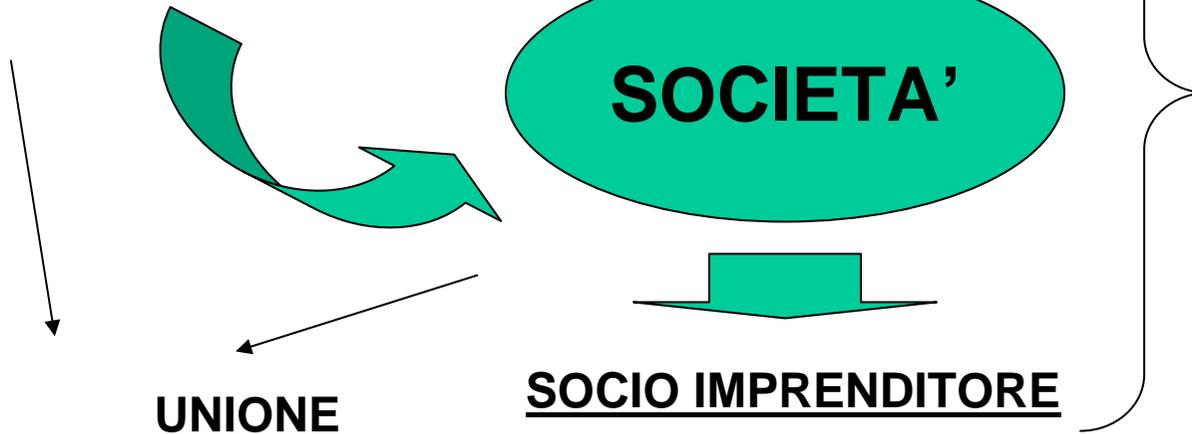


“Le operazioni di PRIVATE EQUITY si caratterizzano come investimenti istituzionali in capitale di rischio e consistono nell’acquisizione temporanea, da parte di un investitore finanziario specializzato, di una quota di partecipazione al capitale di una società, generalmente non quotata, finalizzata alla realizzazione di un guadagno in conto capitale in un arco di tempo medio lungo”.

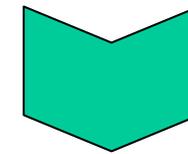
DEFINIZIONE

SOCIO INVESTITORE

- Apporta RISORSE FINANZIARIE
- Apporta COMPETENZE PROFESSIONALI



OBIETTIVO



Accrescere il
VALORE
d'azienda

Stretto Rapporto di Collaborazione

! Fiducia

! Condivisione Obiettivi

SOGGETTI DELL'OPERAZIONE

Socio IMPRENDITORE

Mette a disposizione:

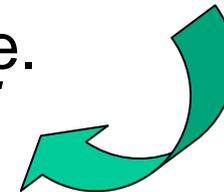
- Attitudine imprenditoriale.
- Conoscenza del business e del mercato.
- Capacità di realizzare gli obiettivi strategici.



Socio INVESTITORE

Mette a disposizione:

- Esperienza acquisita in contesti diversificati.
- Capacità di risolvere problemi organizzativi e finanziari.
- Vasto network di relazioni commerciali e finanziarie.



Affrontano un **PERCORSO COMUNE**

“SOCIO INVESTITORE”

- Diventa “SOCIO a tutti gli effetti”.
- Apporta **RISORSE FINANZIARIE** e una serie di **COMPETENZE PROFESSIONALI** finalizzate a supportare la strategia d’impresa e la realizzazione degli obiettivi con l’azionista preposto alla gestione del business (SOCIO IMPRENDITORE).
- Condivide il rischio d’impresa ed è interessato ad ottenere un ritorno dall’investimento esclusivamente derivante dal successo economico della Società.
- Il suo intervento corrisponde a un generale “potenziamento” delle capacità finanziarie e gestionali dell’impresa.

Tipologie di “SOCIO INVESTITORE”



INVESTITORE ISTITUZIONALE

Tende a privilegiare:



- 1. Società di Assicurazione**
- 2. Fondi Pensione**
- 3. Fondi di Fondi**

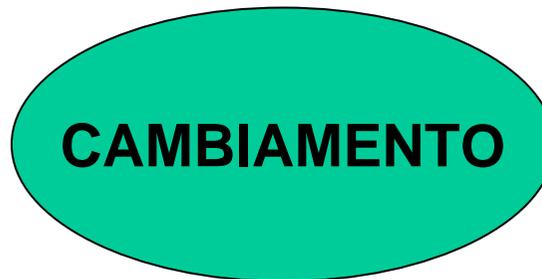
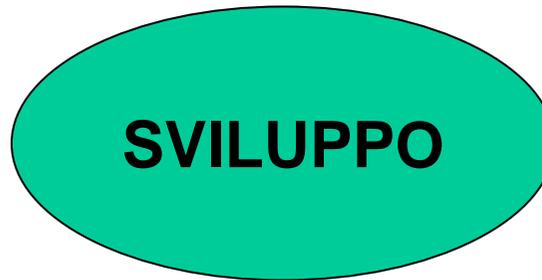
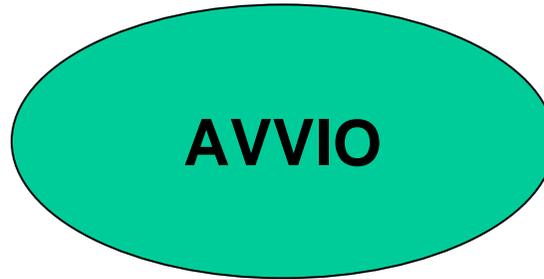
- Imprese caratterizzate da un valido progetto di sviluppo con prospettive di crescita sia in termini dimensionali che reddituali.
- Imprese con un buon management, formato da persone con consolidata esperienza e con conoscenza specifica del settore.
- Imprese per le quali sia possibile prevedere, in prospettiva, una modalità di disinvestimento che consenta di facilitare il realizzo del *capital gain*.

TIPOLOGIE DI OPERAZIONI IN PRIVATE EQUITY

VENTURE CAPITAL



Finalità dell'intervento: finanziamento dell'avvio e dello sviluppo.



PRIVATE EQUITY

BUY OUT

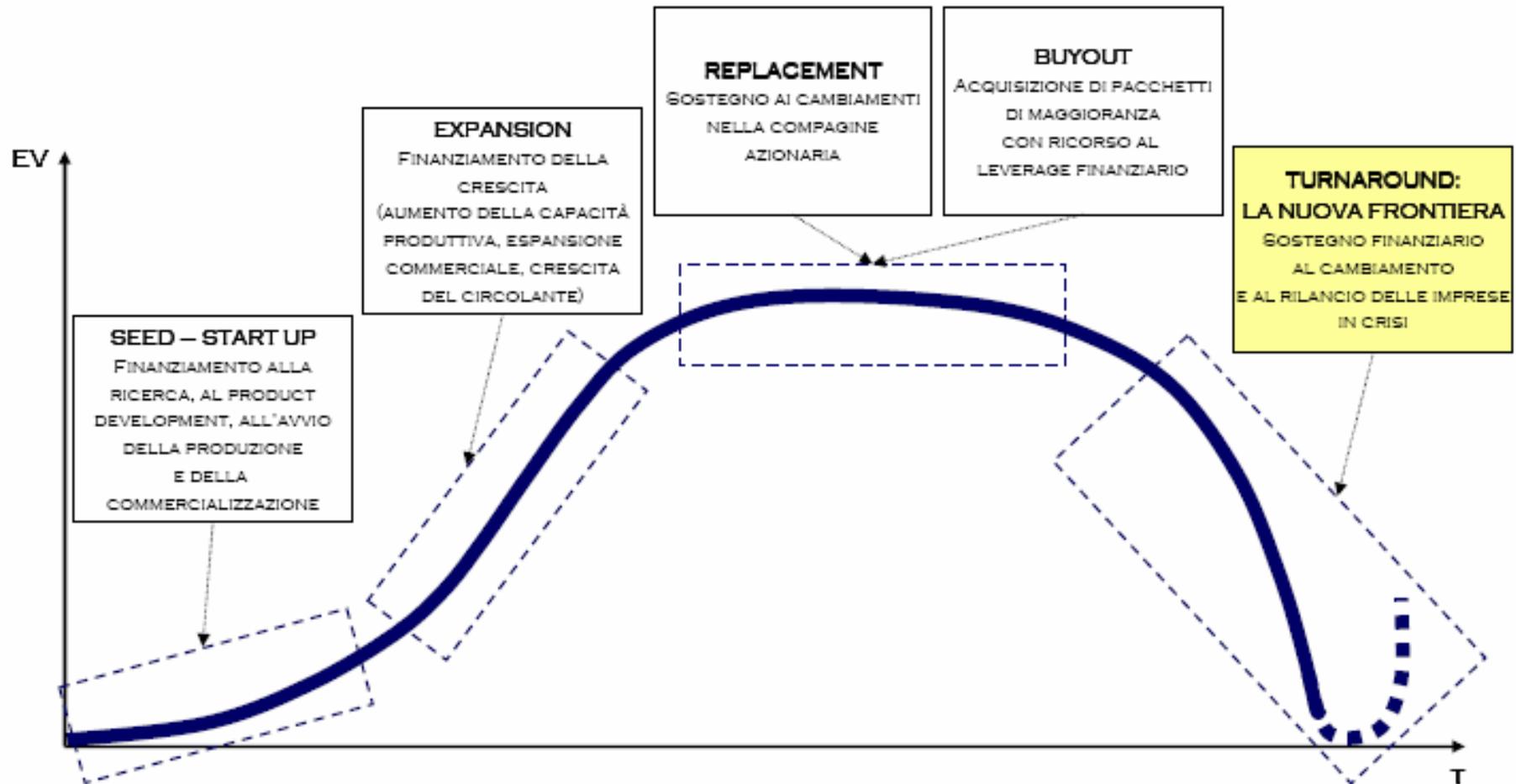


Finalità dell'intervento: finanziamento del cambiamento.

TIPOLOGIE DI OPERAZIONI IN PRIVATE EQUITY

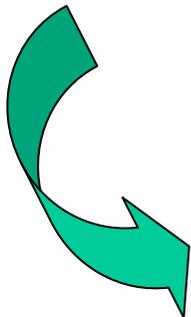
- **START UP**: investimento nelle prime fasi di vita dell'impresa, finalizzato all'avvio dell'attività.
- **EXPANSION**: investimento nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzato ad espandere l'attività.
- **REPLACEMENT**: investimento finalizzato alla ristrutturazione della base azionaria, in cui l'investitore istituzionale si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci di minoranza non più interessati a proseguire l'attività.
- **BUY OUT**: investimenti finalizzati alla sostituzione o alla modifica sostanziale della proprietà e degli assetti dell'impresa (ricorso alla leva finanziaria – *leveraged buy out*).

PRIVATE EQUITY e CICLO DI VITA DELL'IMPRESA



TIPOLOGIE DI OPERAZIONI IN PRIVATE EQUITY

- **Nota bene**: le diverse tipologie di operazioni sono attuate in modo diverso e presentano caratteristiche e problematiche assai distinte che implicano la definizione di accordi che difficilmente possono essere standardizzati.



Nei mercati maturi si assiste ad una sempre maggiore SPECIALIZZAZIONE degli operatori:

- per tipologia di investimento,
- per macro-settore di attività delle aziende partecipate.
- per area geografica di intervento.

PRESUPPOSTI PER INTERVENTI DI PRIVATE EQUITY

- **Esito positivo** dell'**analisi** della Società

(**sostenibilità piani di sviluppo** in riferimento a dinamiche di mercato, reperibilità risorse finanziarie, eventuali modifiche da apportare alla struttura organizzativa).

- Elemento Chiave = **SOCIO**

IMPRENDITORE

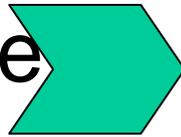
Il Socio INVESTITORE, prima ancora di investire nel business della Società, investe sulle CAPACITA' GESTIONALI del Socio IMPRENDITORE.

! BINOMIO Socio Imprenditore / Investitore CAPACE,

COESO E MOTIVATO.

BENEFICI PER LA SOCIETA'

- In generale



Miglioramento
della “**CULTURA
MANAGERIALE**”

Si crea un **CONTESTO VIRTUOSO** nel quale il Socio Imprenditore è arricchito del contributo del Socio Investitore e nel quale entrambi hanno come unico obiettivo lo sviluppo della Società e il suo conseguente incremento di Valore.

PRIVATE EQUITY e CORPORATE GOVERNANCE

CORPORATE GOVERNANCE



Strumento atto a rendere efficace la collaborazione tra Socio Imprenditore e Socio Investitore.

Disciplina:

- la stabilità della compagine sociale e l'incentivo del Socio Imprenditore e del management;
 - il governo dell'impresa e l'informativa societaria;
 - il disinvestimento da parte del Socio Investitore.
-

Stabilità della compagine sociale e incentivo del Socio Imprenditore e del management

Per garantire la stabilità dell'azionariato
della Società:

- Accordi di LOCK-UP.
 - Accordi di EARN-OUT.
 - Piani di STOCK OPTION (Management by objectives).
 - Accordi di EXIT RATCHET.
-

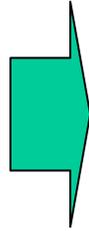
Governo dell'impresa e Informativa Societaria

Il **PLAFOND INFORMATIVO** deve includere:

- (a) informazioni in merito ai fattori di rischio che possono influenzare le *performance* dell'investimento, tra cui:
- al *business* o al settore in cui la Società opera;
 - alla eventuale dipendenza della Società da particolari materie prime o mercati di approvvigionamento;
 - ad operazioni effettuate con strumenti derivati o contabilizzate fuori bilancio;
 - a conflitti d'interesse, potenziali o attuali, relativi ad amministratori o dirigenti "chiave" della Società;
- (b) informazioni in merito ai dati finanziari ed operativi della Società, al fine di consentire un costante controllo sulla gestione. Tali informazioni devono includere:
- il conto economico riclassificato;
 - il rendiconto finanziario;
 - il budget annuale e pluriennale, inclusivo del piano di investimenti;
 - lo stato patrimoniale.
-

Disinvestimento da parte del Socio Investitore

L'investitore
istituzionale è
SOCIO
TEMPORANEO



FASE DI SMOBILIZZO

I tipici canali utilizzati dagli
investitori per cedere azioni
sono:

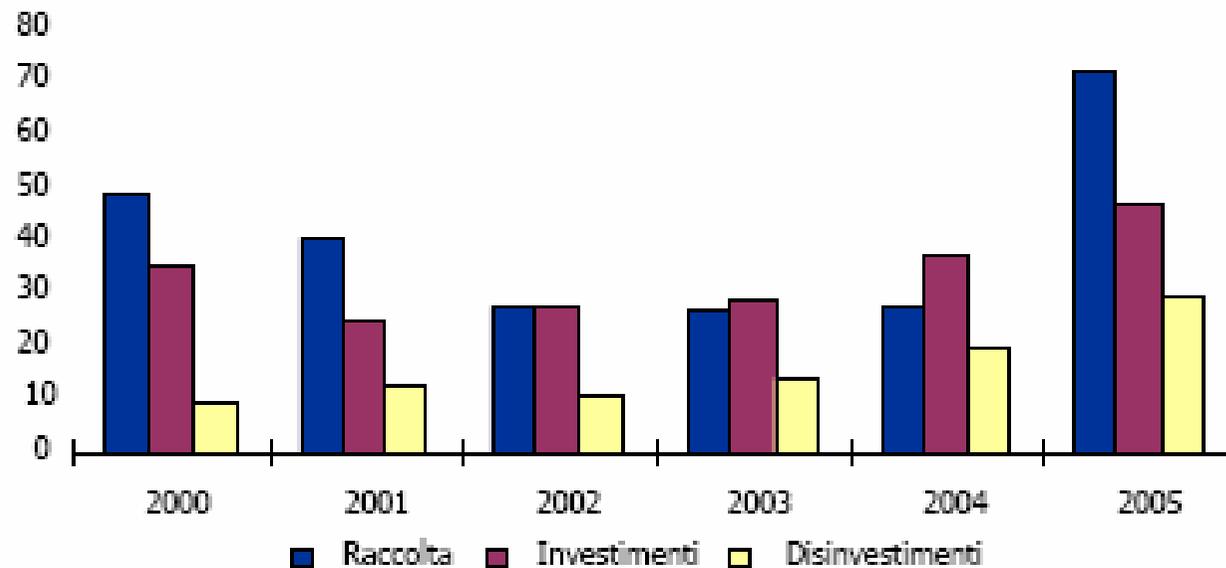
- Quotazione in borsa dei titoli dell'impresa partecipata.
- Vendita dei titoli ad altra impresa industriale o ad altro investitore istituzionale.
- Riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario.

E' interessato a monetizzare il proprio investimento e a realizzare un guadagno attraverso la vendita della partecipazione, una volta raggiunti gli obiettivi prefissati.

ALCUNI DATI

Raccolta, investimenti e disinvestimenti per operazioni di PE in Europa

(Per ammontare, miliardi di euro)

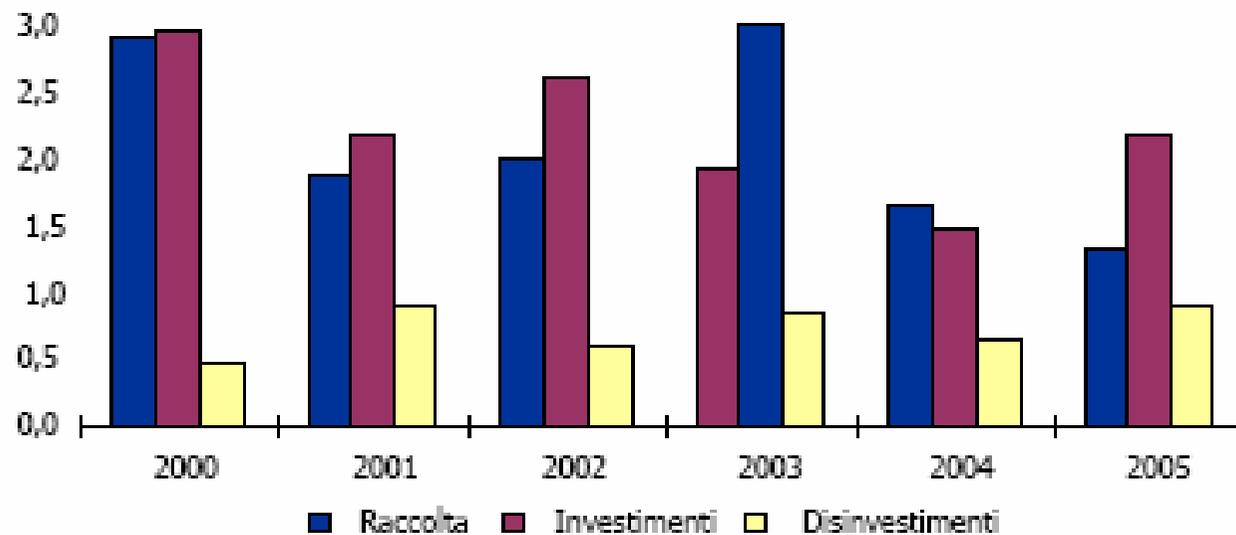


Fonte: EVCA (2006), Yearbook e precedenti

ALCUNI DATI

Raccolta, investimenti e disinvestimenti per operazioni di PE in Italia

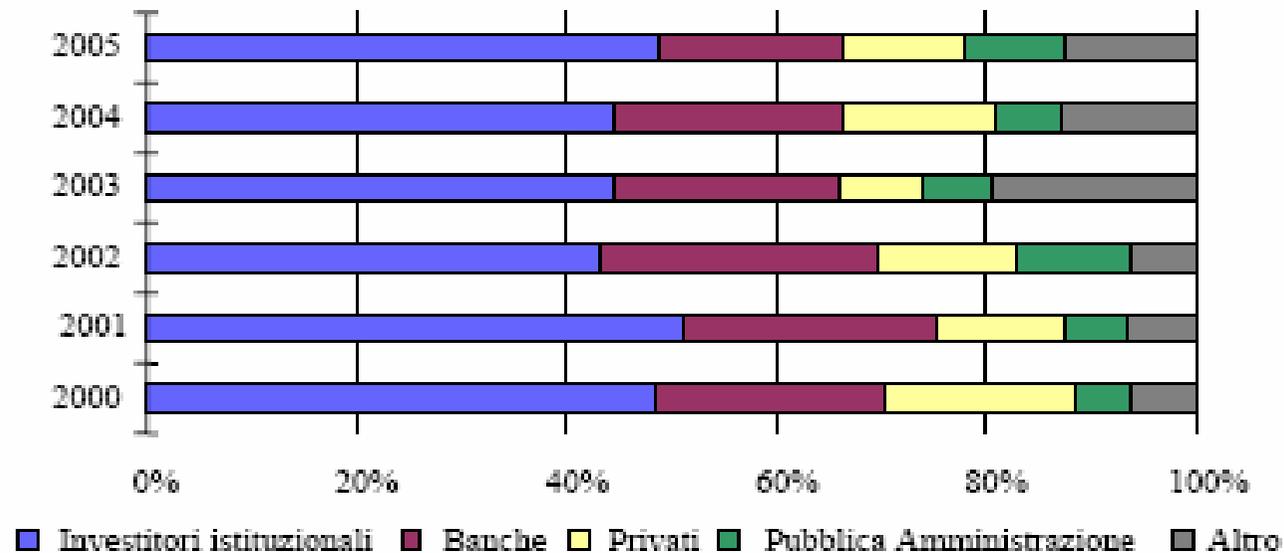
(Per ammontare, miliardi di euro)



Fonte: EVCA (2006), Yearbook e precedenti

ALCUNI DATI

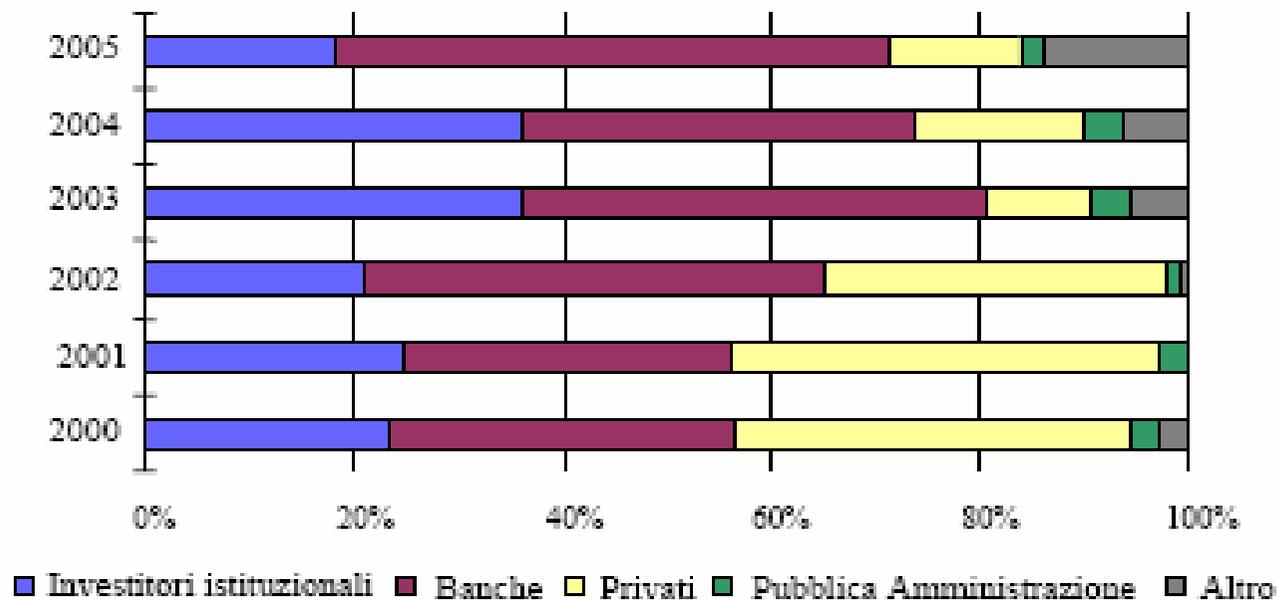
Raccolta annuale di PE in Europa per categoria di Investitori
(ammontare, % sul totale)



Fonte: EVCA (2006), Yearbook, e precedenti

ALCUNI DATI

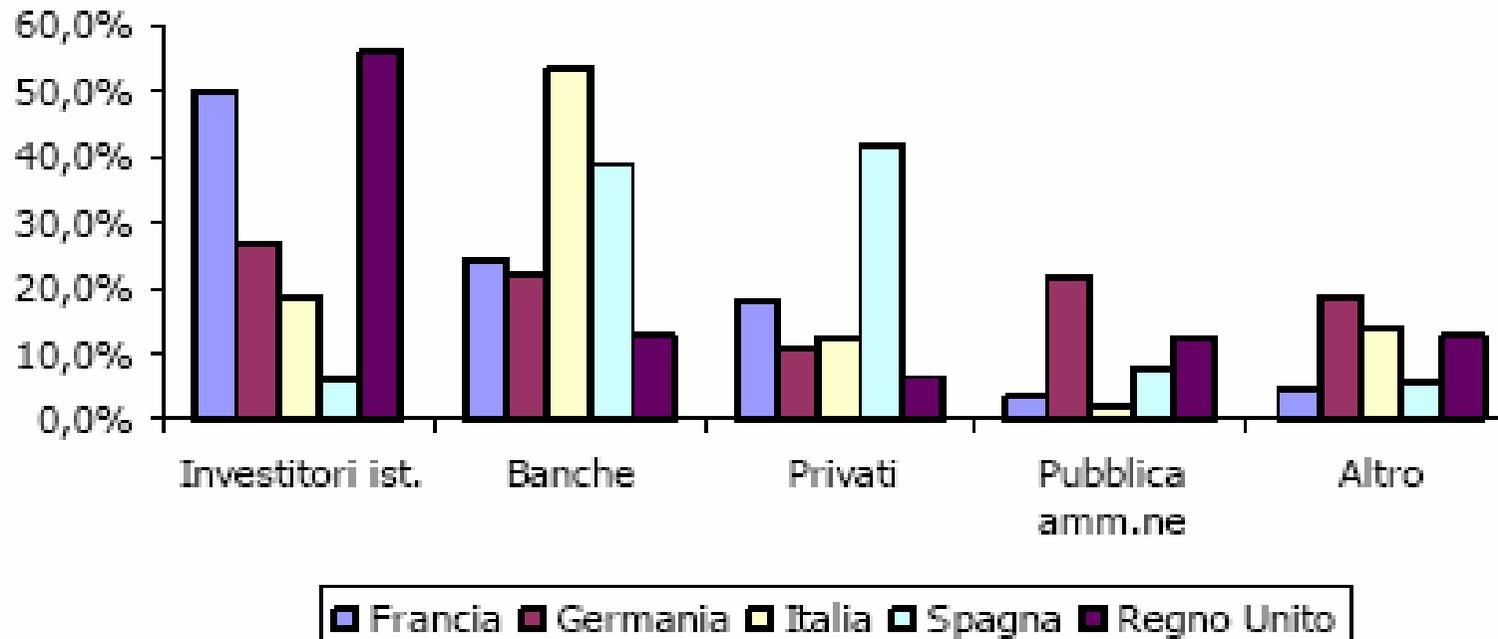
Raccolta annuale di PE in Italia per categoria di Investitori
(ammontare, % sul totale)



Fonte: EVCA (2006), Yearbook, e precedenti

ALCUNI DATI

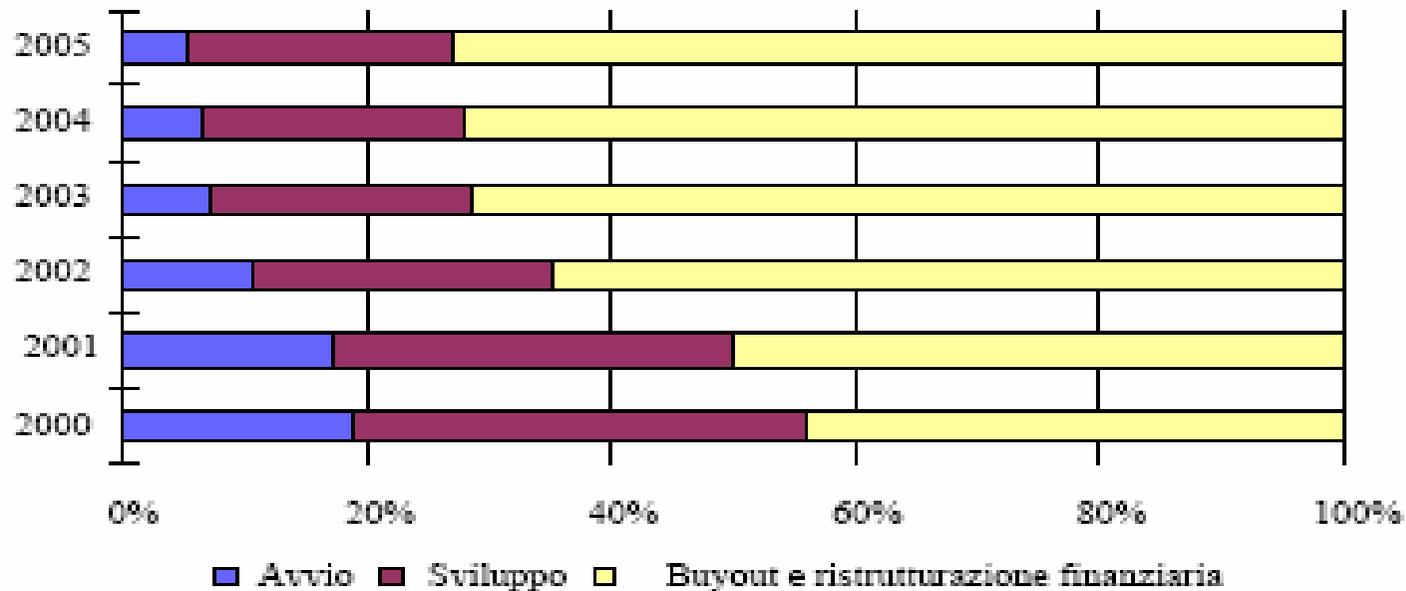
Raccolta annuale di PE in Europa per categorie di Investitori
(ammontare, 2005)



Fonte: EVCA (2005), Yearbook e precedenti

ALCUNI DATI

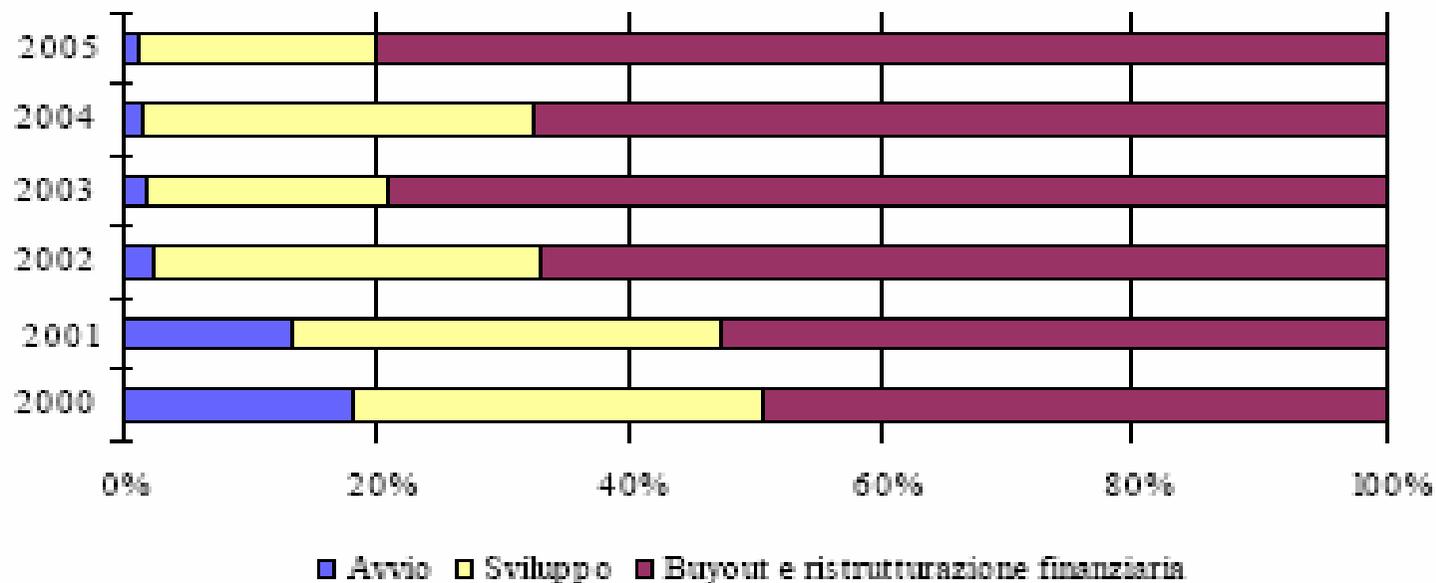
Investimenti annuali in PE in Europa per tipologia di investimento
(ammontare, % sul totale)



Fonte: EVCA (2006), Yearbook, e precedenti; AIFI (2006), Yearbook, e precedenti

ALCUNI DATI

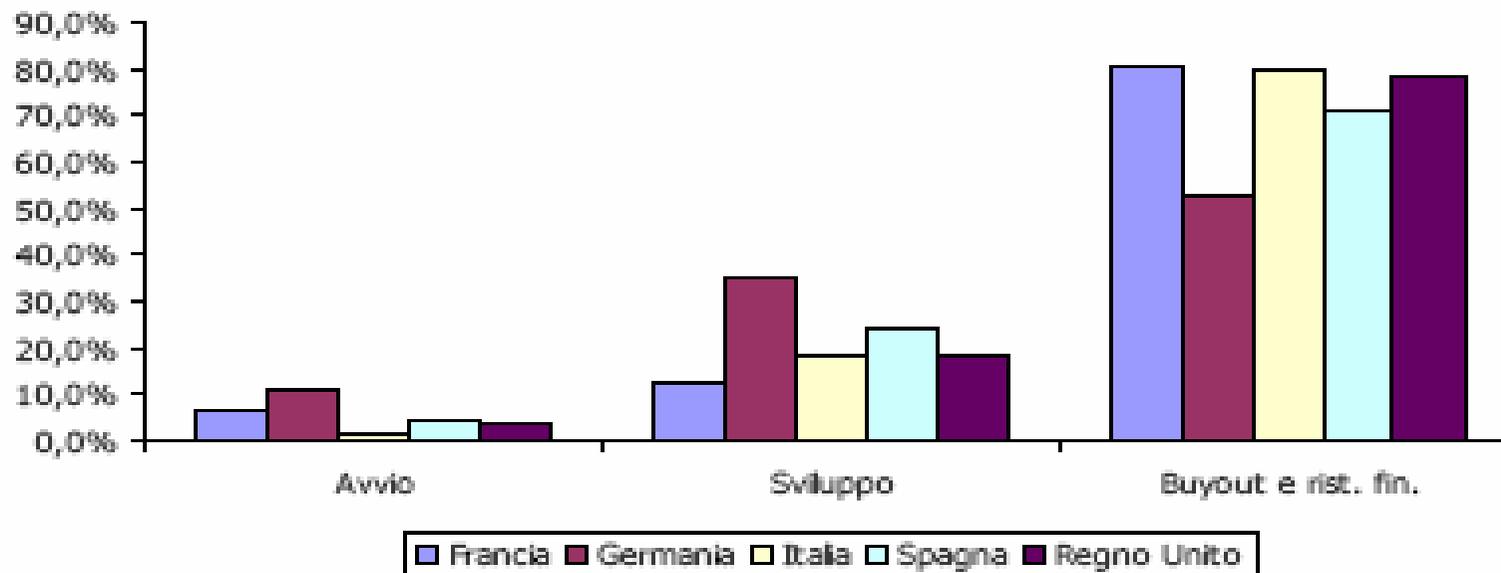
Investimenti annuali in PE in Italia per tipologia di investimento
(ammontare, % sul totale)



Fonte: EVCA (2006), Yearbook, e precedenti; ABFI (2006), Yearbook, e precedenti

ALCUNI DATI

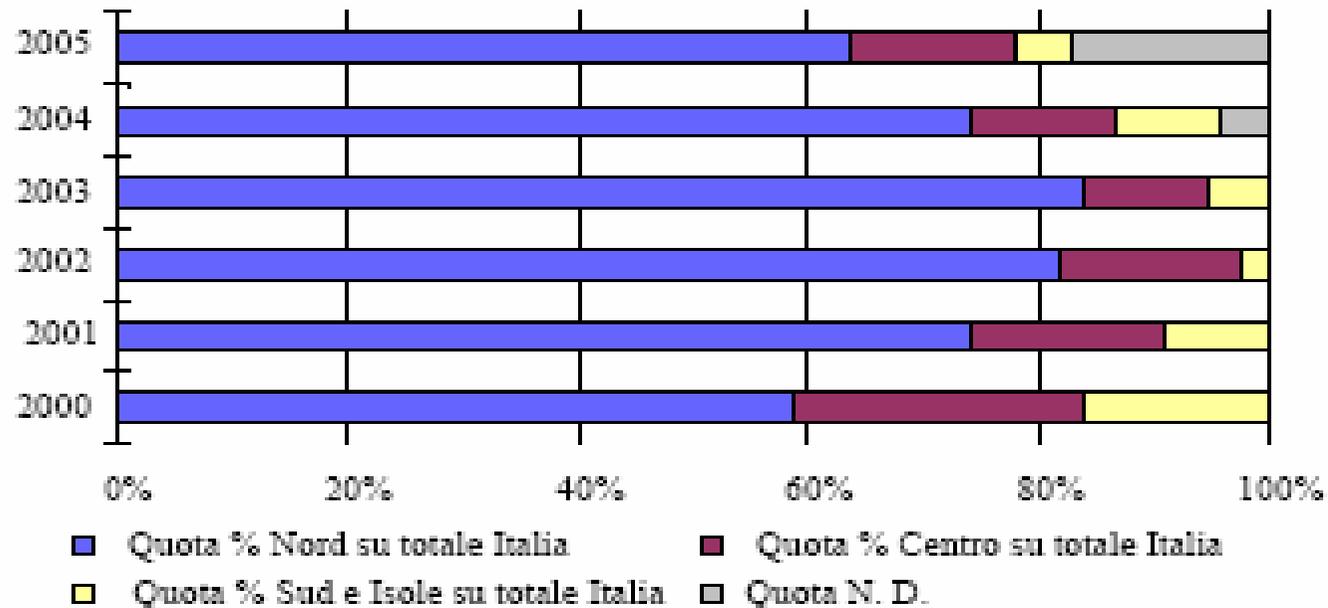
Investimenti annuali in PE in Europa per tipologia di investimento (ammontare, %)



Fonte: EVCA (2005), Yearbook e precedenti

ALCUNI DATI

Distribuzione geografica degli investimenti in Italia (numero, & sul tot, 2005)



Fonte: EVCA (2006), Yearbook e precedenti