

MARTIN HOESLI - GIACOMO MORRI

INVESTIMENTO IMMOBILIARE

MERCATO, VALUTAZIONE,
RISCHIO E PORTAFOGLI

Presentazione di Enrico Campagnoli
Prefazione di Maurizio Dallochio



EDITORE ULRICO HOEPLI MILANO

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE ITALIANI

4.1 INTRODUZIONE

I fondi comuni di investimento immobiliare nell'ordinamento italiano rientrano, insieme alle SICAV¹, tra gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR).

Un fondo comune è un patrimonio indiviso di pertinenza di una pluralità di investitori che, con la sottoscrizione di quote del fondo, delegano l'attività di investimento e gestione a una Società di Gestione del Risparmio (SGR). Il patrimonio del fondo costituisce un "patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della SGR e da quello di ciascun partecipante"². In virtù della loro organizzazione, i fondi comuni rappresentano una gestione in monte del risparmio, che consente al singolo investitore di beneficiare di una gestione professionale.

Le attività di un fondo immobiliare sono gestite in conformità a un Regolamento³, redatto dalla SGR⁴ e approvato dalla Banca d'Italia, che definisce gli aspetti principali della gestione e del funzionamento del fondo.

1. Società di Investimento a Capitale Variabile, avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni (così come da "Disposizioni Comuni" del TUF).

2. Art. 36, co. 6 del TUF.

3. Si tratta del documento centrale nella struttura di un fondo immobiliare, si veda il Paragrafo 4.5.

4. Tit.V, Cap. I, sez. II del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

Il capitolo si apre con una descrizione delle principali caratteristiche dei fondi immobiliari e della normativa di riferimento, con un'analisi delle diverse tipologie di fondi classificati sulla base della modalità di costituzione e della classe di investitori a cui sono destinati. In seguito si presentano le caratteristiche del Regolamento del fondo, dei soggetti (interni ed esterni) che sono coinvolti nella gestione, nel controllo e nella *governance*. La parte successiva è dedicata agli aspetti di natura economica, finanziaria e fiscale (in termini di impatto sui redditi del fondo e nelle operazioni immobiliari). Il capitolo si conclude, infine, con un'analisi dello stato attuale e dell'evoluzione del mercato italiano dei fondi immobiliari.

4.2 PRINCIPALI CARATTERISTICHE

I fondi immobiliari si differenziano dai mobiliari principalmente per la natura delle attività in cui investono, per definizione prevalentemente in beni immobili, sia direttamente sia tramite società immobiliari di cui detengono il controllo. In particolare, il patrimonio del fondo deve essere investito in misura uguale o superiore ai due terzi del valore complessivo in beni immobili, diritti reali in immobili e partecipazioni in società immobiliari⁵. Il fondo immobiliare può investire il proprio patrimonio, nel rispetto dei limiti previsti, in:

- beni immobili e diritti reali immobiliari;
- strumenti finanziari non quotati;
- crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- depositi bancari e strumenti finanziari quotati.

Ne consegue che il patrimonio del fondo è contraddistinto da una bassa liquidabilità e da un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, caratteristica che rappresenta una delle principali peculiarità dei fondi immobiliari.

Il fondo può altresì investire in immobili la cui progettazione e costruzione sia affidata, mediante appalto, a soggetti terzi, mentre è preclusa l'attività diretta di costruzione. Per quanto concerne gli investimenti in beni immobili, questi possono essere concessi in locazione con facoltà di acquisto per il locatario (leasing finanziario).

Il patrimonio del fondo immobiliare non può essere investito, direttamente o attraverso società controllate⁶:

5. Art. 12-*bis*, co. 2 del d.m. 24 maggio 1999, n. 228, così inserito dal d.m. 31 gennaio 2003, n. 47.

6. Titolo V, cap. III, sez. IV, art. 3.2 del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

- in misura superiore a un terzo delle proprie attività in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie;
- in modo diretto o attraverso società controllate, in misura superiore al 10% delle attività del fondo in società immobiliari che prevedono nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione.

Tra le peculiarità dei fondi immobiliari vi è la possibilità di effettuare operazioni in potenziale conflitto di interessi, elemento di differenziazione rispetto ai fondi mobiliari: proprio per tale ragione queste operazioni possono essere eseguite solo subordinatamente ad alcune cautele. Dal 2003⁷ sono ammissibili operazioni di conferimento di beni “in conflitto d’interessi” con diversi limiti sul valore del fondo. In particolare:

- il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10% del valore del fondo;
- il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con i soci della SGR non può superare il 40% del valore del fondo;
- il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con i soci e con i soggetti facenti parte del gruppo di appartenenza della SGR non può superare il 60% del valore del fondo.

Tali limiti non si applicano nel caso dei fondi riservati e speculativi. In ogni caso, il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente (o indirettamente) ceduti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo.

Infine, il termine di durata dei fondi, coerente con la natura degli investimenti, è fissato dal Regolamento⁸ e non può essere superiore a 30 anni, mentre non è previsto un limite minimo. La Banca d’Italia può consentire una proroga del termine di durata, non superiore a tre anni, qualora richiesto per il completamento dello smobilizzo degli investimenti.

4.3 INQUADRAMENTO GIURIDICO DEI FONDI IMMOBILIARI ITALIANI

L’istituto del fondo comune d’investimento immobiliare chiuso è stato introdotto nell’ordinamento italiano dalla legge 25 gennaio 1994, n. 86. Tuttavia l’attuale fonte normativa di riferimento concernente la disciplina generale dei

7. Il d.m. 31 gennaio 2003, n. 47 modifica le disposizioni del d.m. 24 maggio 1999, n. 228 in tema di operazioni in conflitto di interesse.

8. Art. 39, co. 2 del TUF.

fondi è rappresentata dagli articoli 34–42 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, (“Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, TUF). Il TUF ha ricondotto nell’ambito di un’unica disciplina le disposizioni che prima regolavano distintamente i fondi comuni aperti⁹, i fondi comuni chiusi¹⁰ e i fondi comuni immobiliari¹¹.

Nel corso degli anni il legislatore è intervenuto più volte sulla disciplina dei fondi immobiliari: l’attuale regolamentazione è sostanzialmente diversa da quella originaria, sia nella forma sia nei contenuti¹². Tra le più importanti novità normative vi sono state:

- l’istituzione dei fondi immobiliari ad apporto pubblico¹³ e misto¹⁴, che ha posto la base normativa del primo progetto organico di dismissione e valorizzazione del patrimonio immobiliare statale;
- modifiche alla preesistente normativa dei fondi immobiliari, riguardanti soprattutto la presenza dell’assemblea dei sottoscrittori¹⁵ e la gestione del conflitto di interessi¹⁶;
- l’introduzione dei fondi chiusi con riapertura delle sottoscrizioni¹⁷;
- l’estensione ai privati della possibilità di costituire fondi ad apporto¹⁸;
- maggiore possibilità di utilizzo del debito¹⁹;
- numerose variazioni apportate al regime fiscale.

Sulla legittimità delle operazioni in conflitto d’interesse, invece, il legislatore ha delegato al Mef (Ministero dell’Economia e delle Finanze) il compito di individuare le cautele da osservare in merito alla valutazione dei beni oggetto di cessione in conflitto d’interessi. “I beni in conflitto d’interesse acquisiti o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi i requisiti previsti dalla legge²⁰”.

9. Legge 23 marzo 1983, n. 77.

10. Legge 14 agosto 1993, n. 344.

11. D.l. 26 settembre 1995, n. 406 convertito, con modificazioni, in legge 29 novembre 1995, n. 503.

12. La normativa completa di riferimento è disponibile su www.hoesli-morri.it

13. D.l. 26 settembre 1995, n. 406 convertito, con modificazioni, in legge 29 novembre 1995, n. 503.

14. Legge 23 novembre 2001, n. 410.

15. Art. 41-bis, co. 7 della legge 24 novembre 2003, n. 326 e art. 3, co. 124 della legge 24 dicembre 2003, n. 350.

16. Legge 23 novembre 2001, n. 410 e legge 24 novembre 2003, n. 326.

17. Legge 23 novembre 2001, n. 410.

18. Legge 23 novembre 2001, n. 410.

19. Legge 23 novembre 2001, n. 410 e legge 24 novembre 2003, n. 326.

20. Art. 17 del d.m. 24 maggio 1999, n. 228.

La regolamentazione della SGR che gestisce il fondo è affidata principalmente alla normativa secondaria (Decreti Ministeriali, Provvedimenti della Banca d'Italia e Regolamenti Consob), la quale definisce le attività di competenza della SGR, i limiti di intervento, nonché gli obblighi verso gli investitori e le autorità di controllo²¹.

4.4 LE DIVERSE TIPOLOGIE DI FONDI IMMOBILIARI

All'interno dell'ordinamento giuridico italiano è possibile classificare i fondi immobiliari sulla base di alcuni criteri:

- modalità di costituzione del fondo:
 - ordinari a raccolta:
 - chiusi;
 - con riaperture delle sottoscrizioni;
 - ad apporto:
 - pubblico;
 - privato;
 - misto;
- tipologia degli investitori cui le quote sono destinate:
 - pubblico indistinto (c.d. fondi *retail*);
 - riservati a investitori professionali;
 - fondi immobiliari speculativi.

4.4.1 Fondi ordinari e fondi ad apporto

I fondi immobiliari ordinari, o fondi “a raccolta”, presentano la peculiarità di raccogliere preventivamente il patrimonio presso i sottoscrittori del fondo e solo in seguito effettuare gli investimenti.

Un fondo chiuso ammette la sottoscrizione delle quote unicamente nella fase di costituzione, prevedendone il rimborso soltanto alla scadenza, ossia quando il fondo verrà liquidato. La struttura chiusa del fondo si spiega con la natura relativamente poco liquida dell'oggetto di investimento, che richiede un orizzonte di lungo periodo. Se le quote del fondo sono quotate, l'investitore può alienare la propria quota al prezzo di Borsa, che può essere diverso rispetto al valore di bilancio (solitamente è inferiore); diversamente la cessione può comunque avvenire individuando direttamente una controparte.

21. Si veda il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato dalla Banca d'Italia il 14 aprile 2005.

I fondi possono prevedere riaperture delle sottoscrizioni, cioè delle emissioni di quote successive alla prima (fondi c.d. “semichiusi” o “semiaperti”): il legislatore²² ha mitigato la struttura chiusa introducendo i fondi con riaperture delle sottoscrizioni delle quote (c.d. “finestre di sottoscrizione”), cioè emissioni di quote successive alla prima. Durante le riaperture previste dal Regolamento è possibile sottoscrivere le nuove quote emesse e chiedere alla SGR la liquidazione delle quote esistenti al valore del successivo NAV. Tale possibilità aumenta la liquidabilità dello strumento, che non avviene più solo attraverso la cessione della quota sul mercato secondario; tuttavia, il rimborso delle quote potrà avvenire solo entro il limite dell’ammontare delle nuove sottoscrizioni (principale differenza rispetto ai fondi aperti).

I fondi ad apporto sono caratterizzati da un processo di costituzione inverso rispetto ai fondi immobiliari ordinari:

- un soggetto conferisce gli *asset* al fondo (beni immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari), ricevendo in cambio le quote (fase immobiliare);
- le quote del fondo immobiliare assegnate all’apportante possono essere collocate sul mercato; in seguito all’alienazione delle quote il soggetto apportante riceve liquidità (fase finanziaria).

Nel caso dei fondi ad apporto, quindi, il primo passaggio della costituzione è il conferimento dei beni immobili, diversamente da quanto avviene nei fondi ordinari, nei quali il primo passaggio è la raccolta delle risorse finanziarie da investire. Questo richiede un’apposita relazione di stima di valore redatta da esperti indipendenti²³ per evitare una sopravvalutazione degli *asset* apportati al fondo.

I fondi ad apporto erano inizialmente riservati ai soli soggetti pubblici (Stato, enti previdenziali pubblici, enti locali, società e consorzi pubblici), al fine di favorire la dismissione degli ingenti patrimoni immobiliari pubblici. La costituzione dei fondi ad apporto pubblico è stata fortemente incentivata dal legislatore con una serie di norme volte a ridurre i costi fiscali dell’operazione.

Per essere classificati come fondi pubblici e usufruire dei benefici fiscali previsti è necessario che l’apporto di beni pubblici ammonti almeno al 51% del patrimonio del fondo. L’apporto di beni immobili non può superare la soglia del 95% del valore del fondo, in quanto contemporaneamente al conferimento dei beni occorre conferire denaro in misura non inferiore al 5% del valore del fondo.

22. D.m. 31 gennaio 2003, n. 47.

23. Art. 17, co. 10 del d.m. 24 maggio 1999, n. 228.

Un'ulteriore agevolazione per i fondi immobiliari ad apporto pubblico riguarda il conferimento in conflitto d'interesse: è infatti consentito l'apporto in conflitto d'interesse fino al 100% del valore del fondo (permane solo il divieto di operazioni in conflitto di interessi per gli amministratori, i sindaci e il direttore generale della SGR).

Infine, almeno il 60% delle quote del fondo ad apporto pubblico deve essere ceduto dal soggetto apportante entro 18 mesi, a pena di retrocessione degli immobili.

La normativa vigente consente anche la costituzione di fondi immobiliari misti costituiti mediante l'apporto di immobili di proprietà sia di soggetti privati sia di enti pubblici. Ciò avviene nei casi in cui i soggetti pubblici decidano di non sottoscrivere totalmente le quote del fondo immobiliare, lasciando ai soggetti privati la possibilità di sottoscrivere la restante parte per mezzo di un apporto. La normativa prevede che l'apporto pubblico sia in ogni caso non inferiore al 51% del valore del fondo, fermo restando l'obbligo per la pubblica amministrazione di conferire in denaro il 5% del valore del fondo (quest'ultimo obbligo decade nel caso in cui l'apportante privato conferisca in denaro una somma pari al 10% del valore del fondo).

Tra i principali fondi ad apporto pubblico vi sono: FIP (Fondo Immobili Pubblici)²⁴, i fondi Alpha²⁵ e Beta²⁶, i fondi Patrimonio Uno, Lazio, Umbria – Comparto Monteluce, Immobiliare – Comune di Milano I²⁷, il Fondo Immobiliare Città di Torino e il Fondo Immobiliare Pubblico Regione Siciliana²⁸.

Nel corso degli anni la possibilità di costituire fondi immobiliari ad apporto è stata estesa anche ai soggetti privati²⁹, tra i principali fondi quotati vi sono: Atlantic 1, Atlantic 2 Berenice, Olinda Fondo Shops, Tecla Fondo Uffici.

4.4.2 Fondi retail, riservati e speculativi

Sotto il profilo soggettivo degli investitori cui l'offerta delle quote è destinata, la normativa distingue tra fondi c.d. *retail* destinati al pubblico indistinto (qualsiasi investitore, anche i piccoli risparmiatori) e fondi riservati a investitori

24. www.fondoimmobilipubblici.it

25. www.fondoalpha.it

26. www.fondobeta.it

27. www.reim.bnpparibas.it

28. www.pirelliresgr.com

29. Legge 23 novembre 2001, n. 410.

istituzionali qualificati³⁰ (c.d. fondi riservati). Le quote dei fondi riservati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede a soggetti diversi da quelli indicati nel Regolamento del fondo.

Le origini della distinzione tra fondi *retail* e fondi riservati si possono trovare nelle maggiori competenze tecniche e professionali degli investitori istituzionali, in virtù delle quali i fondi riservati possono derogare ad alcuni dei limiti prudenziali stabiliti per i fondi destinati alla generalità degli investitori. La normativa stabilisce, infatti, la non applicabilità ai fondi riservati “dei limiti stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio” emanati dalla Banca d’Italia.

Una prima conseguenza è stata l’accentuarsi del grado di specializzazione dei fondi riservati in termini di *asset allocation*, con lo scopo di garantire rendimenti più elevati: è ammessa la possibilità di concentrare l’investimento su singole operazioni maggiormente rischiose e maggiormente redditizie. Diversamente i fondi *retail* sono obbligati *ex lege* a perseguire strategie di diversificazione negli investimenti, al fine di contenere il rischio e tutelare così gli investitori.

In tema di operazioni in conflitto d’interessi, pur rimanendo fermo il divieto di investire il patrimonio del fondo in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, non si applicano, ai fondi riservati, i limiti alle operazioni con i soci della SGR, o con società del gruppo di appartenenza della SGR, previsti per i fondi ad apporto privato: l’ammissibilità delle operazioni in conflitto d’interessi è, infatti, totale (fino al 100% del valore del fondo). Infine, nei fondi riservati il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento può superare il 10% del valore totale del fondo.

I fondi immobiliari speculativi³¹ costituiscono una tipologia particolare in quanto contraddistinti da obiettivi di rendimento elevati e dalla possibilità di derogare a molte delle regole previste per i fondi immobiliari ordinari. Il principale aspetto innovativo riguarda sicuramente l’assenza di un limite all’indebitamento. I fondi immobiliari speculativi sono legittimati a compiere

30. L’art 1, co. 1, lettera h) del d.m. 24 maggio 1999, n. 228 definisce come investitori qualificati: le imprese d’investimento, le banche, gli agenti di cambio, le SGR e le SICAV, i fondi pensione, le imprese d’assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107, 113 del TUB, i soggetti esteri equiparabili a quelli dei punti precedenti, le fondazioni bancarie, le persone fisiche o giuridiche e altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari (dichiarate per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell’ente).

31. Introdotti dal d.m. 24 maggio 1999, n. 228 e modificati dal d.m. 14 ottobre 2005, n. 256.

operazioni in conflitto di interessi fino a un valore pari al 100% del fondo³² e non sottostanno ad alcun limite circa il valore massimo di un singolo bene conferito. Possono, inoltre, investire anche in beni diversi da quelli previsti dalla normativa italiana per i fondi immobiliari (es. materie prime, metalli preziosi, opere d'arte e strumenti derivati su tali beni), anche se permane il vincolo della prevalenza (almeno i due terzi) dell'investimento immobiliare.

Emerge una differenza sostanziale rispetto ai fondi immobiliari riservati: mentre questi ultimi possono operare in deroga ai soli limiti previsti da Banca d'Italia per il contenimento del rischio, i fondi speculativi possono derogare anche ai divieti di carattere prudenziale nella composizione del patrimonio del fondo.

I fondi immobiliari speculativi devono prevedere un investimento minimo iniziale pari ad almeno € 500.000 per quota e devono avere un numero di partecipanti non superiore a 200. Infine, non possono costituire oggetto di sollecitazione all'investimento.

Dalle prime esperienze emerge che il portafoglio dei fondi immobiliari speculativi è principalmente investito in immobili "in sofferenza" o in fase di cambiamento della destinazione d'uso, rappresentando in tal modo uno strumento appropriato per compiere operazioni di valorizzazione e sviluppo immobiliare (ristrutturazione, recupero e riqualificazione), salvo, in ogni caso, il divieto di svolgimento di attività diretta di costruzione; tali investimenti si caratterizzano per un'elevata rischiosità a fronte di un rendimento atteso IRR tra il 15% e il 25%.

Tra le diverse tipologie di fondi occorre infine menzionare la previsione normativa dei fondi immobiliari garantiti e dei fondi di fondi immobiliari, sebbene attualmente non vi siano esempi concreti di tali tipologie.

I fondi immobiliari garantiti, presenti da alcuni anni nella normativa³³, si caratterizzano per il fatto di garantire agli investitori la restituzione del capitale investito o anche il riconoscimento di un rendimento minimo. Resta fermo l'obbligo a carico del fondo di rispettare i criteri e le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio previste dalla Banca d'Italia.

I fondi di fondi immobiliari rappresentano invece l'ultima novità nell'ambito delle diverse tipologie di fondi immobiliari. Grazie infatti a una più ampia interpretazione della normativa esistente, il Mef³⁴ ha dichiarato ammissibili nel patrimonio dei fondi immobiliari non solo le attività immobiliari dirette (proprietà di

32. Pur rimanendo fermo il divieto di investire il patrimonio del fondo in beni, direttamente o indirettamente, ceduti o conferiti da un amministratore, direttore generale o sindaco della SGR.

33. Introdotti dal d.m. 31 gennaio 2003, n. 47.

34. In risposta a un quesito posto da Assogestioni nel febbraio 2008.

beni immobili, diritti reali in immobili e partecipazioni in società immobiliari), ma anche quelle indirette come l'investimento in quote di fondi immobiliari italiani o esteri, in SICAV lussemburghesi immobiliari, in SIIQ o in REITs.

4.5 REGOLAMENTO DEL FONDO

Il Regolamento, redatto dalla SGR e sottoposto all'approvazione di Banca d'Italia, costituisce il documento in cui si esplicita il mandato dei sottoscrittori-investitori nei confronti della stessa e definisce gli aspetti principali di funzionamento e gestione. Per la sua redazione la SGR deve ispirarsi a dei principi stabiliti in via generale dal legislatore (i principi di chiarezza, completezza, sintesi e coerenza) e si compone di tre parti³⁵:

1. la scheda identificativa;
2. le caratteristiche del prodotto;
3. le modalità di funzionamento.

La scheda identificativa contiene gli elementi essenziali che forniscono al sottoscrittore i riferimenti principali riguardo al fondo e alla SGR che lo promuove, istituisce e gestisce. In particolare, la prima parte indica:

- la denominazione e la tipologia del fondo;
- la durata del fondo;
- la SGR;
- la banca depositaria;
- la periodicità di calcolo del valore della quota.

Se la SGR promotrice si limita alla promozione e istituzione del fondo occorre specificarlo, indicando la SGR che si occuperà dell'attività di gestione.

La parte relativa alle caratteristiche del prodotto definisce lo scopo del fondo, il tipo di beni oggetto di investimento, nonché le politiche di investimento. Indica, inoltre, se il fondo intende compiere operazioni con i soci della SGR o con soggetti appartenenti al gruppo rilevante (operazioni in conflitto di interessi).

Infine, nella parte riguardante le modalità di funzionamento del fondo sono riportate tutte le informazioni sulle modalità di partecipazione, nonché i termini e le modalità di emissione e rimborso delle quote. In particolare, va indicata l'eventuale previsione di riaperture delle sottoscrizioni delle quote. Se la SGR che ha istituito e promosso il fondo immobiliare affida la gestione

35. Titolo V, cap. I, sez. II del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

a un'altra SGR, questa parte del Regolamento deve contenere due distinte sezioni, una per ogni SGR. Il Regolamento individua in tal modo le funzioni attribuite a ciascuno dei due soggetti e deve menzionare la responsabilità in solido nei confronti dei partecipanti. Nel caso dei fondi immobiliari ad apporto, in questa parte del Regolamento vanno specificate anche le modalità con le quali gli investitori possono sottoscrivere le quote del fondo³⁶.

A) Scheda Identificativa
Articolo 1. Denominazione e tipologia del Fondo Articolo 2. Durata del Fondo Articolo 3. Società di Gestione del Risparmio del Fondo Articolo 4. Banca Depositaria Articolo 5. Periodicità del calcolo del valore unitario delle quote e modalità di comunicazione Articolo 6. Quotazione Articolo 7. Esercizio del Fondo
B) Caratteristiche del prodotto
Articolo 8. Patrimonio del Fondo e sottoscrizione delle Quote mediante Apporto Articolo 9. Scopo e oggetto del Fondo Articolo 10. Politiche di investimento Articolo 11. Valore del Fondo Articolo 12. Proventi gestione del Fondo e modalità di ripartizione Articolo 13. Regime delle spese
C) Modalità di funzionamento
Articolo 14. Gestione del Fondo Articolo 15. Il Comitato Consultivo Articolo 15. Assemblea dei Partecipanti Articolo 17. Sostituzione della SGR nella gestione del Fondo Articolo 18. Esperti Indipendenti Articolo 19. Intermediario Finanziario Articolo 20. Banca Depositaria Articolo 21. Partecipazione al Fondo Articolo 22. Rimborsi parziali pro-quota Articolo 23. Valore nominale delle Quote e dematerializzazione Articolo 24. Modifiche del Regolamento Articolo 25. Liquidazione del Fondo Articolo 26. Estensione del periodo di liquidazione Articolo 27. Scritture contabili Articolo 28. Documenti a disposizione dei Partecipanti Articolo 29. Informativa su fatti rilevanti Articolo 30. Revisione contabile, certificazione e controllo Articolo 31. Legge applicabile e foro competente

TABELLA 4.1 Esempio di Regolamento di un fondo *retail* 

36. Titolo V, cap. I, sez. II del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

4.6 I SOGGETTI COINVOLTI

Le attività necessarie al corretto funzionamento di un fondo immobiliare per semplicità espositiva possono essere divise in:

- gestione;
- controllo;
- *governance*.

Le stesse attività sono svolte da un insieme eterogeneo di soggetti:

- interni:
 - SGR;
 - Assemblea dei Sottoscrittori;
 - *Advisory Committee* (o Comitato Consultivo);
- ed esterni:
 - autorità di controllo:
 - Consob;
 - Banca d'Italia;
 - Banca Depositaria;
 - Esperti indipendenti;
 - *advisor* esterni.

4.6.1 Gestione

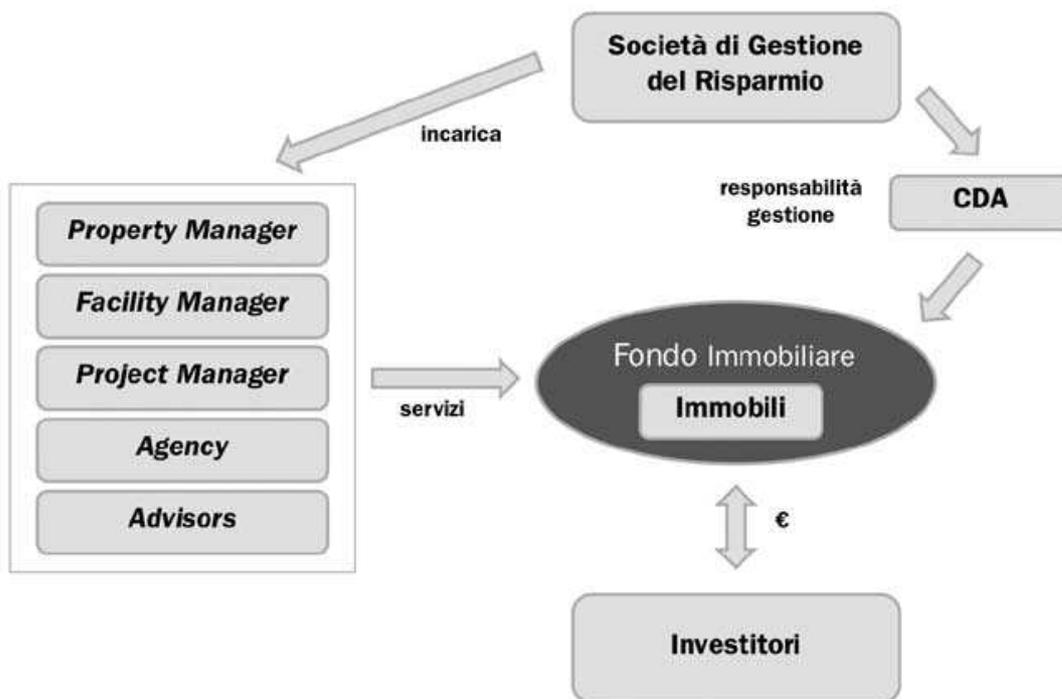


Figura 4.1 I soggetti coinvolti nella gestione di un fondo immobiliare

La gestione di un fondo immobiliare è un'attività complessa che richiede competenze di diversa natura. La SGR, responsabile della gestione, ha la possibilità di incaricare soggetti esterni per lo svolgimento di attività specifiche. La maggioranza delle SGR solitamente si affida a consulenti esterni per le attività di natura tecnica, legale e fiscale, mentre svolge internamente l'attività di gestione strategica (*asset management*), sebbene in alcuni casi anch'essa venga affidata ad *advisor* esterni.

4.6.1.1 Società di Gestione del Risparmio

La Società di Gestione del Risparmio (SGR) costituisce il motore del meccanismo di funzionamento di un fondo immobiliare. Essa ha per oggetto la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, realizzata attraverso la promozione, l'istituzione e l'organizzazione dei fondi immobiliari. In virtù di una delega degli investitori, la SGR svolge l'attività gestoria del patrimonio del fondo, assumendosene la piena responsabilità. La SGR che ha istituito e promosso il fondo può decidere di affidarne la gestione ad altre SGR. La SGR può essere sostituita mediante una delibera dell'assemblea dei partecipanti, previa visione della delibera da parte di Banca d'Italia.

L'organo esecutivo della SGR è il CdA che si occupa delle strategie di investimento e svolge l'attività gestionale del fondo di competenza della SGR.

Tra le principali imposizioni previste dal legislatore³⁷ a carico della SGR vi è l'obbligo di operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei sottoscrittori e per l'integrità dei mercati. La SGR è altresì obbligata a redigere per ciascun fondo il libro giornale, il rendiconto della gestione, una relazione semestrale relativa alla gestione, un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo del fondo.

Il legislatore ha imposto alle SGR di assumere, all'atto della costituzione, la veste giuridica di Società per Azioni e di stabilire la sede legale e la direzione generale della società nel territorio della Repubblica Italiana. Nell'espletamento delle sue funzioni la SGR deve, inoltre, rispettare una serie di altre regole generali:

- acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre informati;
- organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il conflitto di interesse e, in situazioni di conflitto, assicurare agli investitori trasparenza ed equo trattamento;
- disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;

37. Art. 20 e ss. del TUF.

- svolgere una gestione indipendente, sana, prudente e adottare misure idonee alla salvaguardia dei diritti degli investitori sui beni affidati.

Gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale delle SGR devono possedere “i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell’Economia e delle Finanze”³⁸.

La Banca d’Italia valuta l’idoneità dei partecipanti al capitale ad assicurare una gestione sana e prudente dell’intermediario e a non pregiudicare l’effettivo esercizio di vigilanza sullo stesso. A tal fine, oltre ai requisiti di onorabilità, rilevano la correttezza nelle relazioni d’affari, la situazione finanziaria dei partecipanti al capitale, nonché l’esistenza di legami di qualsiasi natura, anche familiari, con gli altri soggetti capaci di influire sulla sana e prudente gestione dell’intermediario³⁹; la stessa vigilanza si estende anche al caso di trasferimento di partecipazioni rilevanti.

La SGR che gestisce fondi immobiliari chiusi non riservati è tenuta ad acquistare in proprio una quota almeno pari al 2% del patrimonio di ciascun fondo; ove il valore complessivo netto di ciascun fondo superi l’ammontare di 150 milioni di euro, la suddetta percentuale è ridotta, per la parte eccedente tale ammontare, all’1%; qualora l’attività di gestione e di promozione del fondo siano svolte da SGR distinte, ciascuna società deve acquisire in proprio la metà di tali quote⁴⁰.

Le SGR devono essere autorizzate dalla Banca d’Italia per poter svolgere la propria attività, soprattutto al fine di verificare l’adempimento degli obblighi imposti alle SGR, così da poter accertare l’esistenza delle condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione del fondo. Le SGR autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d’Italia, che ne comunica l’iscrizione alla Consob⁴¹.

Nelle operazioni in conflitto di interessi la SGR ha l’obbligo di organizzarsi in modo da ridurre al minimo i rischi, adottando misure idonee a salvaguardare i diritti dei sottoscrittori. In ogni caso può decidere, in conformità a un’apposita previsione nel Regolamento, di non avvalersi della possibilità di porre in essere operazioni in conflitto di interessi, oppure, prevedere cautele e limitazioni ulteriori rispetto a quelle previste dalle disposizioni di legge.

Nel caso dei fondi riservati, qualora vi siano operazioni in conflitto di interessi è necessaria, oltre al parere conforme dell’organo di controllo, una de-

38. Art. 13 del TUF

39. Titolo II, cap. I, sez. V del provvedimento della Banca d’Italia 14 aprile 2005.

40. Titolo II, cap. I, sez. IV del provvedimento della Banca d’Italia 14 aprile 2005.

41. Art. 35 del TUF

libera dell'organo di amministrazione della SGR che illustri l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione.

Infine, nel caso dei fondi immobiliari ad apporto pubblico, l'individuazione della SGR deve avvenire tramite una procedura a evidenza pubblica, ossia tramite un bando di gara. Più nel dettaglio, la normativa sui fondi ad apporto pubblico prevede che la SGR non possa essere, neanche indirettamente, controllata da alcuno dei soggetti che procedono all'apporto, con l'unica eccezione del Mef⁴².

All'interno della più ampia attività di istituzione e di gestione del fondo immobiliare rientra tra i compiti della SGR l'incarico di predisporre alcuni importanti documenti⁴³:

- il Regolamento del fondo;
- il programma di attività della SGR;
- la relazione sulla struttura organizzativa della SGR.

Il programma di attività della SGR illustra l'attività d'impresa, le sue linee di sviluppo, gli obiettivi perseguiti, le strategie che la società intende seguire per la loro realizzazione, nonché ogni altro elemento che consenta di valutare l'iniziativa. Più nel dettaglio precisa la tipologia di fondi che la SGR intende istituire, la tipologia di clientela cui il servizio è indirizzato (es. investitori qualificati o pubblico indistinto) e le modalità di svolgimento dell'attività di gestione (ossia se la SGR intende conferire a terzi l'esecuzione dell'incarico gestorio)⁴⁴.

La relazione sulla struttura organizzativa indica, tra le altre cose, i volumi di affari programmati per i successivi tre esercizi, i risultati economici attesi, l'andamento del *cash flow*, i costi operativi e l'andamento del patrimonio di vigilanza⁴⁵.

È possibile prevedere un comitato investimenti a supporto del CdA della SGR, composto da soggetti con comprovata esperienza in ambito immobiliare. Tale comitato fornisce un'ulteriore garanzia di gestione corretta e indipendente, fornendo alla SGR una sorta di consulenza, sebbene internamente, su tematiche di importanza strategica quale l'attività di investimento.

42. Art. 14-bis, co. 1 della legge 21 gennaio 1994, n. 86.

43. La mancata predisposizione del programma di attività o della relazione sulla struttura organizzativa può ostare al rilascio dell'autorizzazione della SGR.

44. Titolo II, cap. I, sez. III del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

45. Titolo II, cap. I, sez. III del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

4.6.1.2 Altri soggetti coinvolti nella gestione

Gli *advisor* esterni sono organi non disciplinati dalla legge di cui facoltativamente la SGR può decidere di avvalersi per servizi di consulenza nei vari segmenti:

- *asset management* (gestione strategica ed economica degli immobili);
- *investment*⁴⁶ (ricerca e analisi di investimenti);
- *due diligence* (verifiche tecniche e legali);
- *property management*⁴⁷ (gestione amministrativa);
- *facility management* (gestione fisica degli immobili);
- *project management* (progettazione e sviluppo di nuovi immobili).

4.6.2 Controllo

Tra i soggetti esterni più importanti vi sono la Banca d'Italia e la Consob che rappresentano le autorità di controllo del fondo. Entrambe esercitano un potere di vigilanza nei confronti della SGR. La banca depositaria e gli esperti indipendenti, tra le varie funzioni, indirettamente vigilano sul patrimonio del fondo.

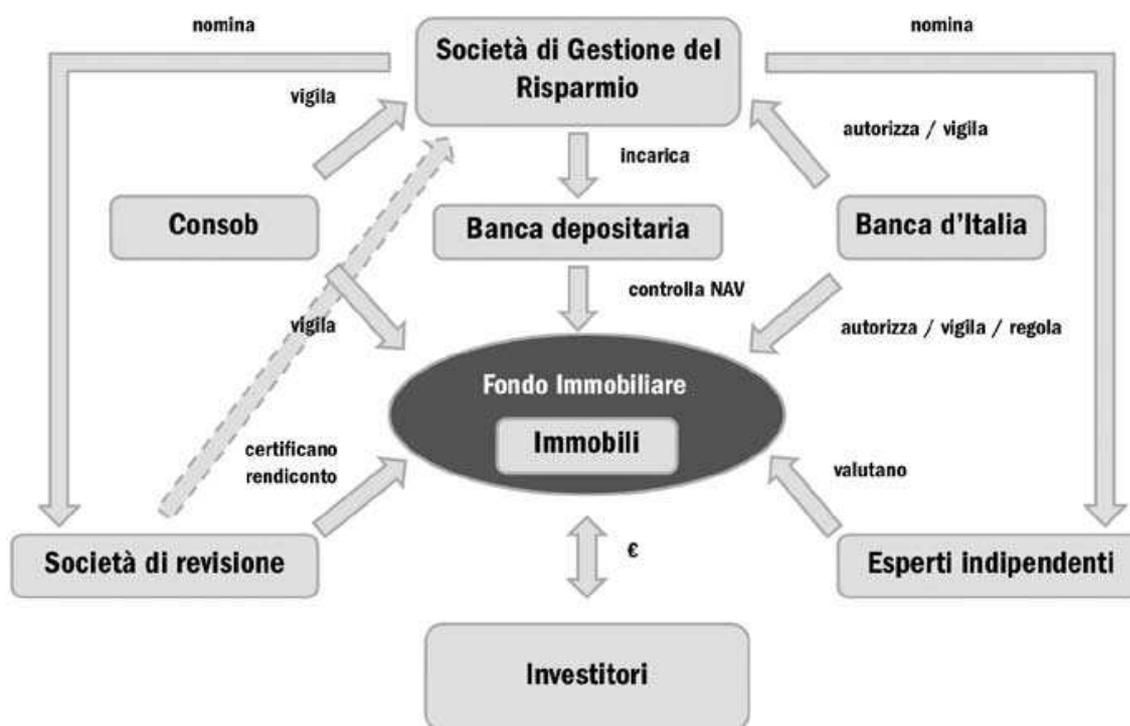


FIGURA 4.2 Il controllo di un fondo immobiliare

46. Solitamente le funzioni di *asset management* e *investment*, strategiche per la gestione del fondo, sono mantenute internamente, sebbene sia possibile affidarsi ad *advisor* esterni.

47. Gestione dei contratti di locazione, definizione di un programma di azione per migliorare l'utilizzo dell'immobile, manutenzione ordinaria e adempimenti.

4.6.2.1 Banca d'Italia

La Banca d'Italia approva il Regolamento del fondo e autorizza, sentita la Consob, la costituzione della SGR. La vigilanza della Banca d'Italia sulla gestione della SGR si esplica nella vigilanza informativa e ispettiva. In particolare, la Banca d'Italia è “competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale del fondo”⁴⁸ e ha il “potere di richiedere alla SGR del fondo immobiliare, per le materie di propria competenza, la comunicazione di dati e notizie nonché la trasmissione di atti e documenti”⁴⁹. Può altresì “effettuare ispezioni presso la SGR con facoltà di richiedere l'esibizione dei documenti. Le ispezioni sono volte ad accertare che l'attività dell'ente vigilato risponda a criteri di sana e prudente gestione”⁵⁰.

Nell'espletamento delle sue attività di vigilanza la Banca d'Italia emana degli atti (i Provvedimenti), con cui organizza la propria attività e definisce gli obblighi a carico della SGR.

4.6.2.2 Consob

La Consob esercita gli stessi poteri di vigilanza spettanti alla Banca d'Italia (informativa e ispettiva), ma, diversamente da quest'ultima, concentra la propria attenzione sul rispetto degli obblighi di “trasparenza e di correttezza dei comportamenti della SGR”⁵¹.

L'attività legislativa della Consob si concretizza nell'emanazione di regolamenti (i Regolamenti Consob), per mezzo dei quali disciplina l'insieme dei comportamenti (obblighi informativi, procedure da seguire nell'espletamento del servizio di gestione, riduzione del conflitto d'interesse) che la SGR deve assumere nei confronti dei sottoscrittori e delle autorità di controllo.

Si noti infine che le attività dei due organi sono tra loro coordinate, grazie alla costante reciproca informazione circa i provvedimenti assunti e le irregolarità rilevate nell'espletamento della loro attività.

4.6.2.3 Banca Depositaria

La Banca depositaria è custode delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari del fondo⁵². Accerta la legittimità delle operazioni di emissione e

48. Parte II, Tit. I, Capo I, art. 5 del TUF

49. Tit. IV, cap. IV, sez. I, Vigilanza Informativa del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005 e Parte II, Tit. I, Capo I, art. 8 del TUF

50. Tit. IV, Cap. V, Vigilanza Ispettiva del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005 e Parte II, Tit. I, Capo I, art. 10 del TUF

51. Parte II, Tit. I, Capo I, art. 5 del TUF

52. Art. 36, co. 2 del TUF

rimborso delle quote del fondo, nonché la correttezza del calcolo del valore delle quote e verifica il rispetto del Regolamento in tema di frazionamento del rischio.

Gli amministratori e i sindaci della banca depositaria, qualora riscontrino delle irregolarità nella gestione del fondo e/o nell'amministrazione della SGR, devono darne tempestiva comunicazione alla Consob e alla Banca d'Italia⁵³.

4.6.2.4 Esperti indipendenti

La SGR si avvale di esperti indipendenti nominati dal CdA della SGR e aventi i requisiti stabiliti dalla legge⁵⁴: devono essere in possesso dell'iscrizione ininterrotta da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità a effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni in cui è investito il fondo, nonché dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali della SGR.

Ogni sei mesi provvedono a presentare alla SGR una relazione di stima del valore dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo, nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate.

Nella relazione vanno indicati la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili facenti parte del patrimonio del fondo, nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo. La SGR richiede agli esperti indipendenti un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile che intende vendere, acquistare o che è oggetto di conferimento⁵⁵; inoltre, ogni sei mesi tutti gli immobili devono essere oggetto di stima del valore di mercato.

Gli esperti indipendenti possono essere persone fisiche o giuridiche scelte dalla SGR. Nei casi in cui gli esperti indipendenti siano delle persone giuridiche, la relazione deve essere sottoscritta da almeno uno degli amministratori, al fine di poter individuare una persona fisica responsabile.

4.6.3 Governance

È opportuno evidenziare che un fondo immobiliare, in quanto OICR, è finalizzato all'investimento del pubblico risparmio e non all'attività d'impresa. Per tale ragione l'investitore ha un ruolo passivo nella gestione: diversamente da una società il sottoscrittore del fondo non ha diritto a nominare

53. Art. 38, co. 4 del TUF.

54. Ex art. 17 e art. 12bis, comma 3, lett. B, DM 228/1999.

55. Titolo V, sez. II del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

gli amministratori (che saranno nominati dagli azionisti della SGR), ma investendo nel fondo implicitamente delega la SGR. Rimangono tuttavia degli strumenti di controllo sull'operato del gestore e la possibilità di sostituzione dello stesso.

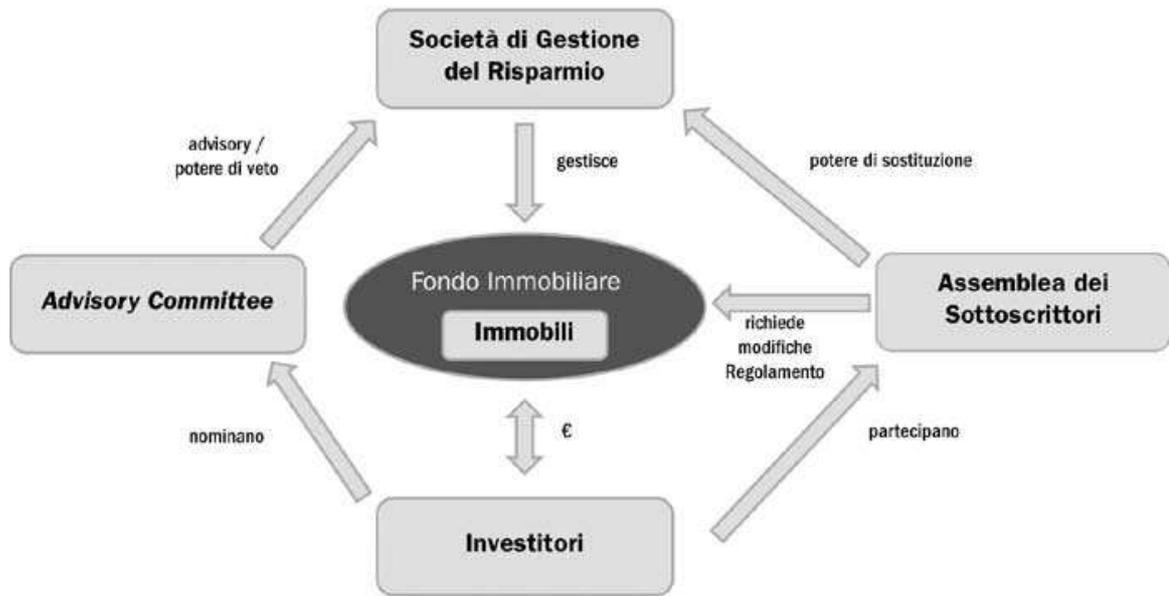


FIGURA 4.3 La *governance* di un fondo immobiliare

4.6.3.1 *Assemblea dei Sottoscrittori*

L'assemblea dei sottoscrittori (definita anche "assemblea dei partecipanti") accentra un insieme di competenze determinanti per l'andamento e il funzionamento del fondo immobiliare. È composta dall'insieme dei titolari delle quote del fondo che nominano un Presidente all'interno di questo organo. L'assemblea ha il potere di:

- sostituire la SGR per mezzo di una delibera;
- liquidare il fondo in anticipo rispetto alla scadenza prevista;
- apportare modifiche al Regolamento del fondo circa le politiche di investimento e di gestione;
- deliberare l'ammissione a quotazione delle quote ove non prevista dal Regolamento;
- deliberare l'emissione di nuove quote e, qualora il Consiglio d'Amministrazione (CdA) della SGR proponga delle modifiche al Regolamento, vagliarne la necessità e, nel caso, approvare le variazioni.

L'assemblea è convocata dal CdA della SGR anche su richiesta dei partecipanti che rappresentino almeno il 10% del valore delle quote in circolazione. Le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole del 50% più una quota

degli intervenuti all'assemblea. Il *quorum* deliberativo non potrà in ogni caso essere inferiore al 30% del valore di tutte le quote in circolazione⁵⁶.

4.6.3.2 *Advisory Committee*

Il Regolamento del fondo immobiliare può, eventualmente, prevedere l'istituzione di un *advisory committee* (o comitato consultivo) di cui la SGR può avvalersi nell'espletamento delle attività di investimento.

I membri dell'*advisory committee* sono eletti dall'assemblea dei sottoscrittori, in numero non inferiore a tre e possono essere sia partecipanti al fondo sia soggetti esterni, aventi comprovata esperienza in ambito immobiliare. Quest'organo si riunisce per auto-convocazione o quando previsto dal Regolamento e le sue deliberazioni sono solitamente adottate con il voto favorevole di almeno la metà più uno dei membri.

L'*advisory committee* rappresenta, assieme all'assemblea dei partecipanti, un importante elemento della *governance* del fondo. In particolare esprime pareri in merito a determinate operazioni, quali ad esempio l'acquisizione o la dismissione di immobili, ristrutturazioni, finanziamenti e modifiche regolamentari proposte dall'assemblea o dal CdA della SGR. In alcuni casi l'*advisory committee* si occupa altresì di approvare il *business plan* del fondo e di valutare la legittimità delle transazioni in conflitto di interessi.

Solo in alcuni casi previsti dal Regolamento i pareri dell'*advisory committee* possono assumere una valenza vincolante. In sostanza il comitato consultivo rappresenta un "contraltare decisionale" alla SGR, giacché dotato di un potere di veto sulla stessa, ma solo su alcune materie limitate ed esplicitamente indicate nel Regolamento. È importante notare, tuttavia, come l'operato dell'*advisory committee* non comporti in alcun modo l'esonero della SGR dalla propria responsabilità.

Il carattere vincolante di alcuni pareri potrebbe configurare una sorta di abuso dell'attività gestoria riservata esclusivamente alle SGR. In sede di redazione del Regolamento si deve pertanto prestare attenzione alle tematiche su cui il comitato consultivo può esprimere un parere vincolante, a pena di non autorizzazione da parte di Banca d'Italia.

4.7 LE CARATTERISTICHE DI NATURA ECONOMICA

Un fondo immobiliare presenta una struttura di costi e di ricavi che, per chiarezza espositiva, può dividersi in due categorie in relazione a:

56. Art. 37, co. 2-bis del TUF.

- portafoglio immobiliare;
- struttura del fondo.

I costi e ricavi riferiti al portafoglio immobiliare sono in parte assimilabili a quelli di una *property company*, a eccezione dell'assenza di costi di personale interno: il fondo, non potendo svolgere attività di impresa, non può assumere personale, ma tutti i servizi devono essere svolti dalla SGR o da soggetti da questa incaricati.

In particolare i ricavi del fondo dipenderanno dalla strategia immobiliare adottata: investimento in immobili a reddito (locazione e *capital gain*), frazionamento e dismissione di portafogli (*capital gain*) o sviluppo (ricavi dalla vendita della produzione); analogamente i costi saranno legati alla gestione del portafoglio immobiliare. Inoltre, altri costi saranno costituiti dagli oneri finanziari sull'eventuale finanziamento bancario.

Per quanto riguarda invece i costi del fondo, tra i principali vi sono:

- la commissione di gestione periodica;
- la commissione di *performance* finale;
- il compenso della banca depositaria;
- gli oneri fiscali di pertinenza del fondo;
- le spese di revisione della contabilità e dei rendiconti del fondo;
- le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo;
- il compenso degli esperti indipendenti;
- il "contributo di vigilanza" versato alla Consob;
- i costi relativi all'eventuale quotazione dei certificati rappresentativi delle quote.

Per quanto concerne la commissione di gestione, il Regolamento indica con precisione le modalità di determinazione, specificando i parametri di riferimento per il relativo calcolo (es. valore complessivo netto del fondo). Può essere prevista una commissione di *performance* qualora questa superi un determinato rendimento obiettivo stabilito nel Regolamento⁵⁷.

Gli utili, escluse le plusvalenze non realizzate, costituiscono i proventi del fondo che possono essere distribuiti periodicamente ai quotisti, oppure accumulati e distribuiti in occasione della liquidazione del fondo.

57. I primi fondi retail hanno indicato prevalentemente un rendimento obiettivo del 5% annuo sul quale calcolare una commissione di *performance* del 20%.

4.7.1 Le commissioni di gestione

Le commissioni sono pagate dal fondo alla SGR per la gestione dello stesso, e tra le principali possono esserci:

- commissione di acquisizione: calcolata sul valore degli investimenti effettuati dal fondo;
- commissione di gestione fissa: calcolata annualmente sul valore del GAV o del NAV al netto delle rivalutazioni;
- commissione di *performance*: solitamente calcolata, al raggiungimento del rendimento obiettivo, sull'eccedenza dei flussi di cassa distribuiti all'investitore rispetto ai flussi che questo avrebbe dovuto percepire per raggiungere il rendimento obiettivo (esistono tuttavia numerose altre modalità di calcolo).

ANNO	1	2	3	4	5	6	7	8
Valore Attivo*	€ 100	€ 125	€ 130	€ 122	€ 127	€ 128	€ 130	€ 145
Valore Passività	€ 0	€ 28	€ 35	€ 45	€ 50	€ 50	€ 45	€ 30
Valore NAV	€ 100	€ 97	€ 95	€ 77	€ 77	€ 78	€ 85	€ 115
Proventi distribuiti	€ 0	€ 3	€ 4	€ 5	€ 4	€ 5	€ 6	€ 8
Capitale rimborsato	€ 0	€ 0	€ 0	€ 20	€ 3	€ 6	€ 2	€ 115
Commissione su GAV	€ 0,90	€ 1,13	€ 1,17	€ 1,10	€ 1,14	€ 1,15	€ 1,17	€ 1,31
Flusso Lordo Investitore	€ (100)	€ 3	€ 4	€ 25	€ 7	€ 11	€ 8	€ 123
Rendimento IRR Lordo	10,78%							
Flusso Obiettivo Capitalizzato	€ (171,38)	€ 4,76	€ 5,88	€ 34,01	€ 8,82	€ 12,83	€ 8,64	
Flusso Finale Obiettivo								€ 96,44
Extraperformance della gestione								€ 26,56
Commissione di Performance per la SGR								€ 5,31
Flusso netto Investitore	€ (100)	€ 3	€ 4	€ 25	€ 7	€ 11	€ 8	€ 117,69
Rendimento IRR netto	10,26%							

* Attivo al netto delle plusvalenze non realizzate; dati in € milioni

TABELLA 4.2 Calcolo delle commissioni di gestione di un fondo immobiliare 

Nella *Tabella 4.2* si illustra il calcolo delle ultime due commissioni:

- valore iniziale del fondo: € 100;
- rendimento obiettivo: 8% IRR annuale;
- durata del fondo: otto anni;
- commissione annuale fissa di gestione: 0,90% del GAV;
- commissione di *performance*: 20% oltre il rendimento obiettivo.

Il Flusso Obiettivo Capitalizzato si ottiene capitalizzando ogni flusso di cassa al Tasso di Rendimento Obiettivo del fondo; in tal modo il Flusso Finale Obiettivo sarà il flusso che rende l'IRR del fondo pari a zero: la differenza tra il Flusso Finale Effettivo e il valore così calcolato rappresenta l'Extraperformance della gestione, su cui calcolare la Commissione di *Performance* per la SGR (€ 5,31 milioni nell'esempio).

4.7.2 Le quote

L'investitore sottoscrive le quote del fondo immobiliare che sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta, e sono tutte di uguale valore e diritti. Si può tuttavia prevedere la realizzazione di differenti classi di quote con diversi diritti amministrativi ed economici: ad esempio, quote di classe A e B, dove le prime sono privilegiate nella distribuzione dei proventi fino al raggiungimento di un certo rendimento, mentre le seconde beneficiano della parte eccedente (*overperformance*).

Il rapporto contrattuale che lega la SGR e l'investitore si concretizza nella fase di sottoscrizione che prende avvio dopo l'autorizzazione del Regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia e dura fino a 18 mesi. Sottoscrivendo il modulo di adesione per un determinato numero di quote a un valore nominale predefinito, l'investitore si impegna a versare, durante la vita del fondo o per un periodo, l'intero ammontare sottoscritto, secondo i richiami degli impegni previsti dal CdA della SGR. Tipicamente nei fondi *retail* la sottoscrizione e il richiamo degli impegni coincidono, per la difficoltà nel gestire tali operazioni, che coinvolgono anche migliaia di soggetti diversi; nel caso dei fondi riservati, dove spesso il numero dei sottoscrittori è molto contenuto, solitamente è prevista una finestra temporale per la sottoscrizione e una per il richiamo degli impegni (spesso anche fino a due anni).

La percentuale massima di utili che può essere distribuita è indicata dal Regolamento; i proventi non distribuiti sono invece reinvestiti nel fondo stesso. Nel momento in cui il fondo dismette degli *asset*, la SGR può procedere al rimborso del capitale relativo oppure al reinvestimento, in funzione della strategia del fondo e di quanto previsto nel Regolamento.

Le quote di partecipazione devono essere rimborsate ai partecipanti alla scadenza del termine di durata del fondo, ovvero anticipatamente secondo le esigenze del fondo. Si rileva, inoltre, che nel caso dei fondi chiusi con riaperture i rimborsi possono avvenire anche all'atto delle nuove emissioni di quote, purché tale ammontare sia superiore.

Qualora il valore unitario delle quote sia inferiore a € 25.000, è prevista la quotazione in un mercato regolamentato. La relativa richiesta di ammissione delle quote alla negoziazione deve essere effettuata dalla SGR entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta⁵⁸, tuttavia l'ammissione a quotazione non è automatica ma dipende dalla Consob. In particolare, i primi fondi semiaperti non sono stati ammessi a quotazione in quanto si è ritenuto che il meccanismo di rimborso delle quote fosse sufficiente a tutelare l'investitore.

Il Regolamento del fondo, in ogni caso, indica se per i certificati rappresentativi delle quote sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato.

Ai fondi riservati non si applica l'obbligo di quotazione in Borsa in vigore per i fondi *retail*, obbligo finalizzato a garantire una pronta liquidabilità dell'investimento per i piccoli risparmiatori e che quindi non ha ragion d'essere per gli investitori qualificati.

Il calcolo del valore della quota e la relativa pubblicazione devono avvenire con cadenza almeno semestrale, dividendo il valore del NAV per il numero di quote esistenti. Nella valutazione dei beni del fondo le SGR devono porre ogni cura affinché i valori esprimano correttamente la situazione patrimoniale del fondo.

Rientra tra i compiti del CdA della SGR accertare l'adeguatezza delle procedure e valutare quando sia opportuno avvalersi di esperti indipendenti per definire procedure e tecniche di valutazione appropriate, nonché per esprimere giudizi di congruità sulla valutazione di determinate tipologie di beni. In particolare, la SGR deve avvalersi di esperti indipendenti per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo, per le partecipazioni in società immobiliari non quotate controllate dal fondo e per la valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati.

58. Art. 5 del d.m. 24 maggio 1999, n. 228.

4.8 STRUTTURA FINANZIARIA

“Gli OICR possono assumere prestiti, direttamente o tramite società controllate, nel limite del 60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20% del valore degli altri beni. Entro tale limite complessivo, i fondi immobiliari possono assumere prestiti, fino al limite del 10% del valore complessivo netto del fondo, per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote”⁵⁹.

Successive modifiche al quadro giuridico dei fondi immobiliari⁶⁰ hanno eliminato, per i soli fondi immobiliari speculativi, ogni vincolo di leva finanziaria, permettendo di utilizzare qualunque livello di indebitamento.

Il vincolo di indebitamento imposto dalla normativa era spesso considerato dagli operatori un limite del veicolo fondo, tuttavia dopo la crisi finanziaria del 2008 non appare più così rilevante.

4.9 FISCALITÀ

A fini esplicativi è possibile dividere la tematica fiscale in relazione ai redditi del fondo e alle operazioni.

4.9.1 Fiscalità sui redditi del fondo

Il legislatore, per favorire l'investimento nei fondi comuni, ha previsto un regime fiscale agevolato per tutti gli strumenti di risparmio gestito: anche per i fondi immobiliari pertanto è prevista una fiscalità agevolata rispetto alle società.

Nel tempo sono state effettuate rilevanti modifiche al regime tributario⁶¹ dei fondi immobiliari ai fini delle imposte sui redditi. Inizialmente era stato previsto un regime di tassazione agevolata sul reddito, distinguendo tra *capital gain* e reddito corrente. Successivamente è stato introdotto un regime di tassazione patrimoniale, con un prelievo fiscale annuale pari all'1% del patrimonio netto. Infine, si è giunti all'attuale regime di trasparenza fi-

59. Tit.V, cap. III, sez. IV del provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005.

60. Art. 7-bis del d.m. 24 maggio 1999, n. 228.

61. La normativa completa di riferimento è disponibile su www.hoesli-morri.it

scale, in cui il fondo non è soggetto passivo IRES e IRAP⁶², ma la tassazione dei proventi avviene in capo ai percettori finali.

I principali soggetti fiscali protagonisti sono individuabili in tre distinte categorie: SGR, fondi immobiliari e titolari delle quote. Più precisamente:

- la SGR è l'unico centro fiscale e quindi unico responsabile fiscale, in quanto il fondo non rappresenta un autonomo soggetto fiscale. La determinazione e liquidazione dell'imposta avviene in via autonoma per la SGR e per ciascun fondo. Per quanto attiene i crediti verso l'erario, vi è la possibilità, in alternativa alla richiesta di rimborso, di computare, in tutto o in parte, gli importi a credito in compensazione delle imposte e dei contributi;
- i redditi di capitale conseguiti dal fondo sono percepiti al lordo delle ritenute o delle imposte sostitutive applicabili in via ordinaria (il fondo è considerato soggetto "lordista");
- i redditi provenienti dal fondo sono tassati solo in capo all'investitore all'atto della percezione dei proventi. I partecipanti al fondo sono tuttavia assoggettati a una ritenuta, a opera della SGR, pari al 20% (si veda *Figura 4.4*), sui proventi del fondo distribuiti ai sottoscrittori delle quote sulla differenza fra il valore di liquidazione o riscatto e il costo di acquisto o sottoscrizione. Tale 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 (gli imprenditori individuali, le società di persone commerciali, le società di capitali e gli enti commerciali residenti, nonché le stabili organizzazioni in Italia di società non residenti); è invece a titolo d'imposta nei confronti delle persone fisiche non imprenditori, degli enti non commerciali, delle società semplici, dei soggetti esenti e dei residenti in Paesi che non concedono un adeguato scambio d'informazioni.

Non sono assoggettati a imposizione i proventi percepiti da soggetti non residenti in possesso dei requisiti richiesti⁶³.

Gli OICR italiani (compresi gli stessi fondi immobiliari) e i fondi pensione sono soggetti lordisti, pertanto il reddito sarà incluso nel loro risultato di gestione imponibile rispettivamente al 12,5% e all'11%.

62. D.l. 25 settembre 2001, n. 351 convertito, con modificazioni, in legge 23 novembre 2001, n. 410.

63. Art. 6 del d.lgs. 1 aprile 1996, n. 239.



FIGURA 4.4 Tassazione degli investitori nel fondo immobiliare

La legge 133/2008⁶⁴ per i fondi a ristretta base partecipativa (c.d. “fondi familiari”) ha reintrodotta l’imposta patrimoniale dell’1% sull’ammontare del valore netto del fondo, calcolato come media annua dei valori risultanti dai prospetti periodici (semestrali). Tale imposta, in aggiunta e non sostitutiva del sistema delle ritenute al 20%, è tuttavia dovuta esclusivamente da quei fondi per i quali non è prevista la quotazione dei certificati in un mercato regolamentato o che hanno un patrimonio inferiore a 400 milioni di euro e per i quali sussiste almeno uno dei seguenti requisiti:

- le quote del fondo sono detenute da meno di 10 partecipanti (fondi a ristretta base partecipativa), salvo che almeno il 50% di tali quote siano detenute da investitori istituzionali, dai soggetti residenti in Stati e territori c.d. *white list*⁶⁵, da imprenditori individuali, società ed enti, se le partecipazioni sono relative all’impresa commerciale, nonché da enti pubblici, enti di previdenza obbligatoria ed enti non commerciali;
- il fondo è speculativo o riservato e più dei due terzi delle quote sono detenute complessivamente, nel corso del periodo di imposta, da una o più persone fisiche legate fra loro da rapporti di parentela (entro il terzo grado) o affinità (entro il secondo grado), da società ed enti di cui le persone fisiche medesime detengono il controllo⁶⁶ ovvero il diritto di partecipazione agli utili superiore al 50% o da *trust* di cui siano disponenti o

64. Art. 82, co. 17 – 21-bis della legge 06 agosto 2008, n. 133.

65. Che consentono cioè un adeguato scambio di informazioni, di cui all’art. 6 del d.lgs. n. 239 del 1996.

66. Ex art. 2359 del Codice Civile.

beneficiari. Sono da escludersi tuttavia i fondi le cui quote sono relative a imprese commerciali esercitate da soggetti residenti o a stabili organizzazioni nel territorio dello Stato di soggetti non residenti.

La SGR deve verificare la sussistenza di tali requisiti, ma a tal fine i possessori delle quote sono tenuti a rendere un'apposita comunicazione scritta contenente tutte le informazioni necessarie e aggiornate entro il 31 dicembre di ogni anno, pena l'applicazione diretta a loro carico dell'imposta non applicata e delle sanzioni. Non è invece ancora chiaro se le condizioni relative alla quotazione e al patrimonio debbano valere solo all'atto della costituzione del fondo o durante tutta l'operatività dello stesso, anche se sembrerebbe prevalere la prima ipotesi.

La base imponibile è costituita dalla media annua dei valori correnti del patrimonio del fondo, determinati sulla base delle istruzioni della Banca d'Italia ed esclusa l'imposta patrimoniale dovuta per il medesimo periodo e già accantonata al passivo. Nel caso di costituzione o cessazione del fondo in corso d'anno è previsto che i valori da assumere a riferimento siano costituiti rispettivamente dal valore del patrimonio del fondo alla data di avvio ovvero alla data di cessazione, senza previsioni rispetto al rapporto ai giorni.

La finalità della reintroduzione dell'imposta patrimoniale è da ricercarsi nella volontà del legislatore di penalizzare l'utilizzo del fondo immobiliare in quei contesti che ne forzano la natura di strumento di intermediazione e gestione collettiva del risparmio. Più specificamente si vuole sfavorire l'utilizzo dei fondi immobiliari:

- da parte di un numero ridotto di partecipanti, anche se tra loro estranei, salvo che almeno il 50% delle quote sia detenuto da imprese o da altri investitori istituzionali: il trattamento fiscale favorevole viene così riservato a quei casi in cui si riscontra l'effettiva pluralità dei partecipanti, a meno che i proventi confluiscono nel reddito di impresa per cui vengono meno le ragioni di tutela fiscale. In questo contesto è irrilevante, cioè non si applica la patrimoniale, se le quote del fondo sono detenute da un numero limitato di soggetti, ma per il tramite di uno o più veicoli societari *ad hoc*;
- nei casi in cui il fondo, riservato o speculativo, è detenuto per più di due terzi delle quote da un solo individuo o da più soggetti legati da rapporti di parentela o affinità, anche se tramite società controllate o trust, nel caso in cui i proventi non confluiscono nel reddito d'impresa.

Un elemento potenzialmente critico è rappresentato dalla creazione di una situazione di favore al ricorso alla leva finanziaria: l'assunzione del "va-

lore netto” (NAV) come base imponibile dell’imposta patrimoniale fa sì che quanto maggiori saranno i debiti iscritti a passivo, tanto minore sarà la base imponibile stessa, in particolare per i fondi speculativi. Si osserva che tale imposta ha un effetto maggiore sui fondi finalizzati alla gestione di patrimoni a reddito, caratterizzati da maggiore durata e più bassa redditività, rispetto a fondi il cui patrimonio è investito in operazioni di sviluppo: in quest’ultimo caso l’imposta è prelevata per un periodo breve e su un NAV che spesso ha dimensione ridotta rispetto ai proventi generati dall’operazione.

La legge 133/2008⁶⁷ chiarisce inoltre il concetto di presunzione di residenza con la finalità di contrastare la collocazione strumentale di società all’estero per sottrarsi all’imposizione fiscale in Italia. Più specificamente, “salvo prova contraria”, si devono considerare residenti nel territorio dello Stato le società o gli enti il cui patrimonio è investito in misura prevalente in quote di fondi di investimento immobiliari chiusi di diritto italiano e che sono controllati, direttamente o indirettamente, per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, da soggetti residenti in Italia. Quando ricorrono tali requisiti la società localizzata all’estero è considerata residente in Italia ai fini fiscali, eliminando di fatto la possibilità per tale soggetto, anche se localizzato in un Paese *white list*, di essere esentato dalla ritenuta al 20% sui proventi distribuiti dal fondo.

4.9.2 Fiscalità nelle operazioni

Il legislatore ha previsto una serie di agevolazioni per favorire la dismissione degli immobili pubblici mediante la costituzione di fondi immobiliari.

Nel caso dei fondi ad apporto pubblico, infatti, l’apporto è gravato da un’imposta fissa di registro di € 520 sostitutiva delle imposte di registro ipotecarie e catastali. Inoltre, l’apporto non genera in capo all’ente apportante alcuna plusvalenza tassabile, a condizione che le quote del fondo ottenute in cambio siano contabilizzate allo stesso valore storico degli immobili apportati. Tale beneficio si estende anche a soggetti privati che apportino immobili in un fondo qualificato come pubblico.

Nel caso dei fondi ad apporto privato non è previsto alcun regime speciale che permetta di sterilizzare la tassazione delle plusvalenze latenti in occasione dell’apporto (la plusvalenza è pari alla differenza tra il costo fiscale dei beni apportati e il corrispettivo del conferimento).

Infine, le plusvalenze realizzate all’atto dell’apporto di immobili o diritti reali su immobili possono essere soggette a imposta sostitutiva di IRES e IRAP

67. Art. 82, co. 22 della legge 06 agosto 2008, n. 133.

con aliquota del 20%⁶⁸. Tale imposta deve essere versata in un massimo di cinque rate annuali di pari importo, la prima delle quali entro il termine previsto per il versamento a saldo delle imposte sui redditi relative al periodo di imposta nel quale avviene il conferimento. Non è invece richiesto il mantenimento della proprietà degli immobili per almeno tre anni da parte dell'apportante (così come specificamente previsto per le Società di Investimento Immobiliari Quotate, si veda il *Capitolo 5*), in quanto per gli apporti di immobili ai fondi immobiliari, in cui il regime fiscale si applica all'intera attività del fondo, tale periodo minimo non trova alcuna giustificazione.

Per quanto riguarda l'imposizione indiretta, il soggetto passivo dell'IVA non è il fondo immobiliare, ma la SGR nell'ambito delle cessioni di beni immobili e della prestazione dei propri servizi al fondo. Più nel dettaglio sono previste delle agevolazioni nell'ambito del recupero del credito IVA: la SGR può, in alternativa alla richiesta di rimborso, recuperare i propri crediti IVA o mediante la compensazione degli stessi con le altre imposte dalla stessa dovute, o attraverso la cessione dei crediti a soggetti terzi, anche se appartenenti al medesimo gruppo. La possibilità di compensazione tra diversi fondi favorisce i fondi gestiti dalle SGR con elevati *asset under management* (AUM) in quanto elevati ricavi ed entrate da locazioni o dismissioni consentono di recuperare velocemente il credito IVA generato dagli investimenti.

Infine, i fondi immobiliari godono di una riduzione al 50% nelle imposte ipotecarie e catastali sui trasferimenti di immobili, che risultano quindi essere rispettivamente all'1,5% e 0,5% (anziché al 3% e 1% come nel regime ordinario).

4.10 DOCUMENTI CONTABILI

La SGR deve redarre un rendiconto di gestione annuale e una relazione semestrale in cui si illustra l'andamento economico del fondo immobiliare, sottoposti a certificazione da parte della società di revisione contabile incaricata:

- relazione degli amministratori e nota illustrativa della relazione;
- rendiconto del fondo con situazione patrimoniale e reddituale (solo annuale).

68. Legge Finanziaria 2007 Art. 1, co. 140 della legge 27 dicembre 2006, n. 296.

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ E NETTO
A. STRUMENTI FINANZIARI	H. FINANZIAMENTI RICEVUTI
Strumenti finanziari non quotati	H1. Finanziamenti ipotecari
A1. Partecipazioni di controllo	H2. Pronti contro termini passivi e op. assimilate
A2. Partecipazioni non di controllo	H3. Altri
A3. Altri titoli di capitale	
A4. Titoli di debito	I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI
A5. Parti di O.I.C.R.	
Strumenti finanziari quotati	L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI
A6. Titoli di capitale	L1. Proventi da distribuire
A7. Titoli di debito	L2. Altri debiti verso i partecipanti
A8. Parti di O.I.C.R.	
Strumenti finanziari derivati	M. ALTRE PASSIVITÀ
	M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	M2. Debiti di imposta
B1. Immobili dati in locazione	M3. Ratei e risconti passivi
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	M4. Altre
B3. Altri immobili	M5. Fondo Imposte sospese
B4. Diritti reali immobiliari	M6. Debiti per cauzioni ricevute
	M7. Opere da appaltare
C. CREDITI	
	VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO
D. DEPOSITI BANCARI	
E. ALTRI BENI	
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	
F1. Liquidità disponibile	
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	
G. ALTRE ATTIVITÀ	
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	
G2. Ratei e risconti attivi	
G3. Crediti di imposta	
G4. Altre	
G5. Credito Iva	

TABELLA 4.3 Esempio di Rendiconto patrimoniale 

A. STRUMENTI FINANZIARI	F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI
Strumenti finanziari non quotati A1. Partecipazioni A1.1 <i>dividendi e altri proventi</i> A1.2 <i>utili/perdite da realizzi</i> A1.3 <i>plus/minusvalenze</i> A2. Altri strumenti finanziari non quotati A2.1 <i>interessi, dividendi e altri proventi</i> A2.2 <i>utili/perdite da realizzi</i> A2.3 <i>plus/minusvalenze</i>	F1. Operazioni di copertura F1.1 Risultati realizzati F1.2 Risultati non realizzati F2. Operazioni non di copertura F2.1 Risultati realizzati F2.2 Risultati non realizzati
Strumenti finanziari quotati A3. Strumenti finanziari quotati A3.1 <i>interessi, dividendi e altri proventi</i> A3.2 <i>utili/perdite da realizzi</i> A3.3 <i>plus/minusvalenze</i>	G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE
Strumenti finanziari derivati A4. Strumenti finanziari derivati A4.1 <i>di copertura</i> A4.2 <i>non di copertura</i>	G1. Proventi delle operazioni di pronti contro termine e assimilate G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli
Risultato gestione strumenti finanziari	Risultato lordo della gestione caratteristica
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	H. ONERI FINANZIARI
B1. Canoni di locazione e altri proventi B2. Utili/perdite da realizzi B3. Plus/minusvalenze B4. Oneri per la gestione di beni immobili B5. Ammortamenti B6. Imposta Comunale Immobili B7. Perdite su crediti	H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti H1.1 <i>su finanziamenti ipotecari</i> H1.2 <i>su altri finanziamenti</i> H2. Altri oneri finanziari
Risultato gestione beni immobili	Risultato netto della gestione caratteristica
C. CREDITI	I. ONERI DI GESTIONE
C1. Interessi attivi e proventi assimilati C2. Incrementi/decrementi di valore	I1. Provvigione di gestione SGR I1.1 <i>di cui provvigioni di gestione</i> I1.2 <i>di cui provvigioni di overperformance</i> I2. Commissioni banca depositaria I3. Oneri per esperti indipendenti I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico I5. Altri oneri di gestione:
Risultato gestione crediti	L. ALTRI RICAVI ED ONERI
D. DEPOSITI BANCARI	L1. Interessi attivi su disponibilità liquide L2. Altri ricavi L3. Altri oneri
D1. interessi attivi e proventi assimilati	Risultato della gestione prima delle imposte
E. ALTRI BENI	M. IMPOSTE
E1. Proventi E2. Utile/perdita da realizzi E3. Plusvalenze/minusvalenze	M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio M2. Imposta sostitutiva a credito dell'esercizio M3. Altre imposte M4. Imposte sospese
Risultato gestione investimenti	Utile dell'esercizio

4.11 MERCATO ITALIANO DEI FONDI IMMOBILIARI

Nonostante i fondi immobiliari chiusi siano stati istituiti con la legge 86/1994, è stato solo in seguito alla normativa introdotta dal decreto legislativo 58/1998 (TUF) che i primi fondi sono stati effettivamente introdotti. Da allora, e in modo particolare a partire dal 2001, il mercato è stato caratterizzato da una crescita continua in termini di numero di fondi, patrimonio e SGR operanti (Figure 4.5 e 4.6).

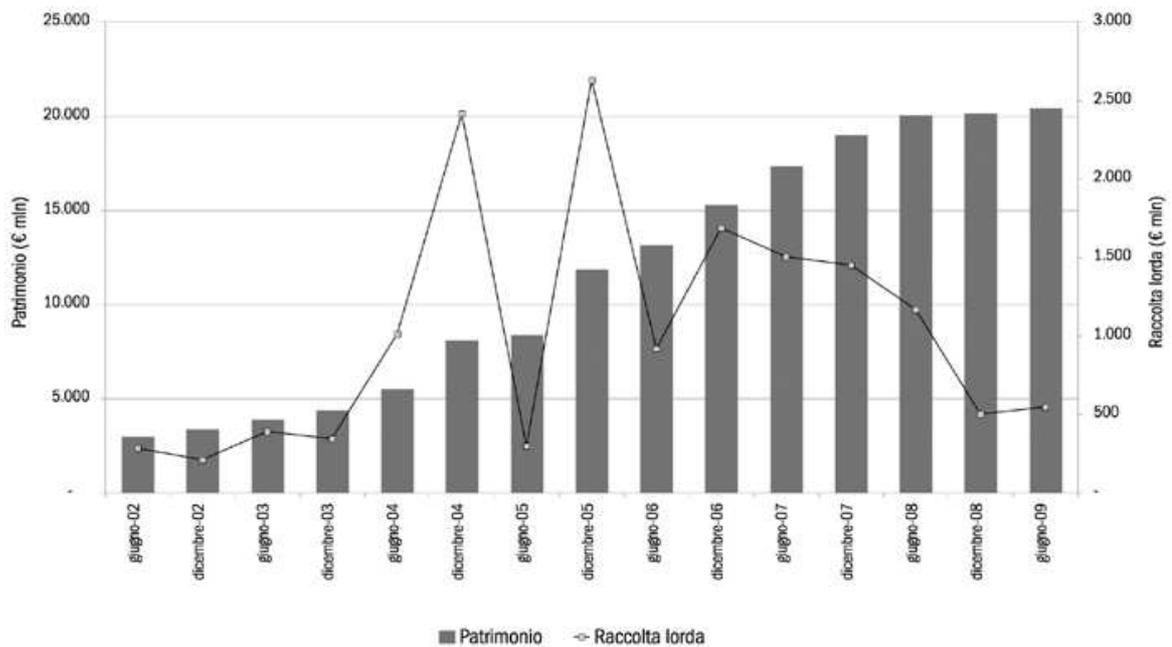


FIGURA 4.5 Raccolta e patrimonio dei fondi immobiliari italiani

Fonte: Assogestioni – IPD.

A giugno 2009 sono censiti⁶⁹ 143 fondi immobiliari per un patrimonio di oltre 20 miliardi di euro⁷⁰ e:

- 18 fondi *retail* costituiti in modo ordinario (patrimonio di 3.835 milioni di euro);
- 6 fondi *retail* costituiti mediante apporto (patrimonio di 2.011 milioni di euro);

69. Assogestioni – IPD, 2009.

70. Si vedano www.hoesli-morri.it e www.tradingsystems.it per dati aggiornati sul mercato italiano dei fondi.

- 13 fondi riservati costituiti in modo ordinario (patrimonio di 1.555 milioni di euro);
- 106 fondi riservati costituiti mediante apporto (patrimonio di 13.045 milioni di euro).

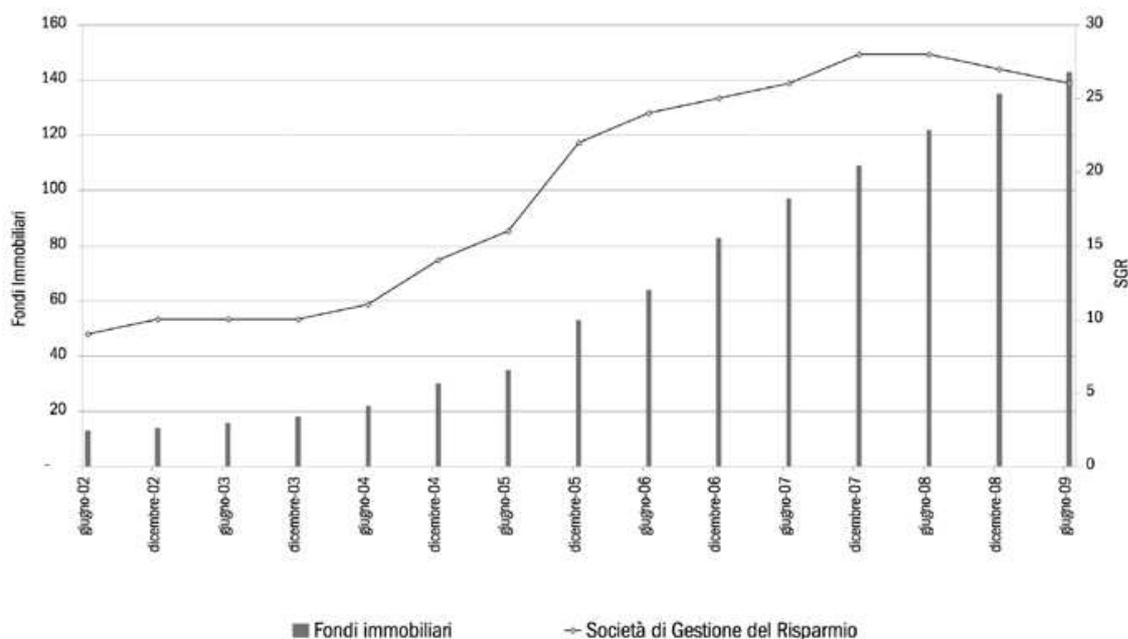


FIGURA 4.6 Numero di SGR e di fondi operativi

Fonte: Assogestioni – IPD.

I fondi speculativi, tutti riservati a investitori istituzionali e quasi tutti costituiti mediante apporto, rappresentano il 23% circa dell'offerta complessiva. Le attività in cui investono i fondi, il cui valore è di oltre 31,6 miliardi di euro, sono costituite:

- per l'87,4% da immobili e diritti reali immobiliari;
- per il 2,9% da partecipazioni di controllo in società immobiliari;
- per il 6,7% da valori mobiliari e liquidità;
- per il residuo 3,0% da altre attività.

Per quanto riguarda le passività, l'81% dei fondi ricorre all'indebitamento finanziario, con un grado di utilizzo della leva (ossia il rapporto tra quanto ciascun fondo si è indebitato e quanto avrebbe potuto potenzialmente indebitarsi nel rispetto del vincolo imposto dalla normativa) pari a circa il 71,8% (Figura 4.7).

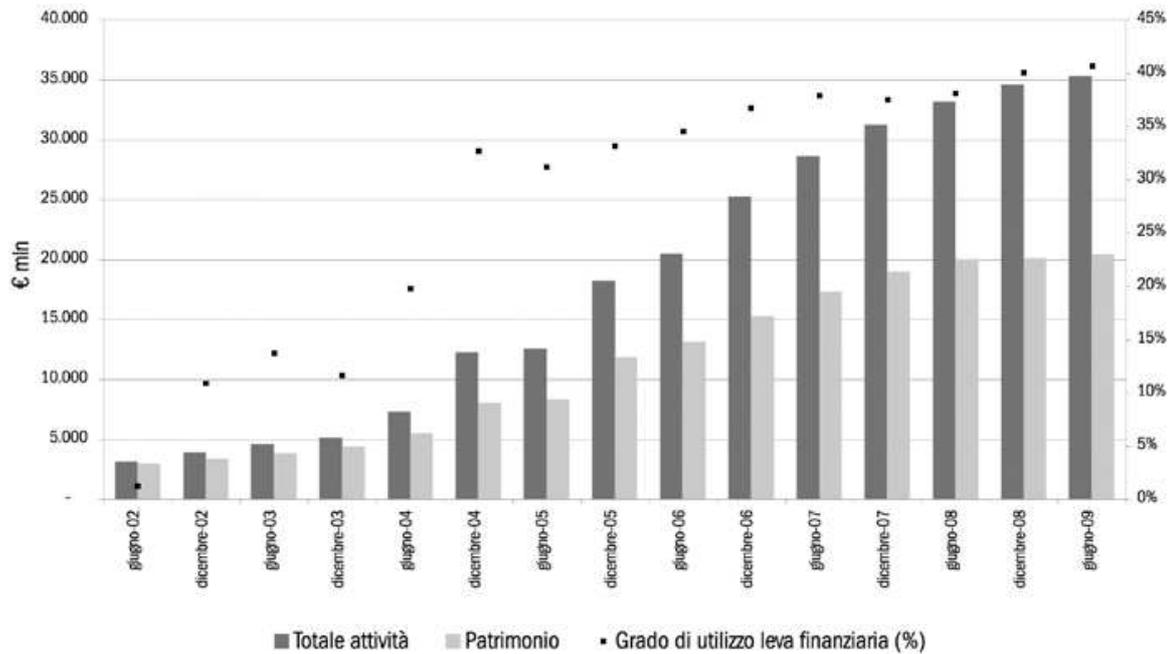


FIGURA 4.7 Patrimonio, attività e grado di utilizzo della leva finanziaria
 Fonte: Assogestioni – IPD.

Le SGR coinvolte nell'istituzione e nella gestione dei fondi immobiliari sono 26, di cui 22 con oggetto esclusivo l'istituzione di fondi chiusi immobiliari, mentre le altre quattro istituiscono e gestiscono anche fondi mobiliari.

A dicembre 2009 sul Mercato degli Investment Vehicles (MIV) di Borsa Italiana sono quotati 23 fondi ⁷¹. La crescita dei fondi quotati è confermata dal livello della capitalizzazione di mercato che ha superato i 5,7 miliardi di euro a luglio 2007 (Figura 4.8). Anche il volume degli scambi è aumentato nel corso del tempo ed è stato particolarmente intenso nel 2007 a causa di OPA⁷² su tre fondi. Le *performance* dei fondi immobiliari quotati sono state in genere abbastanza stabili nel tempo, sebbene abbiano subito una notevole riduzione di valore nella fase immediatamente successiva alla quotazione⁷³.

71. Si vedano www.hoesli-morri.it e www.euroinvestor.it per dati aggiornati sulle quotazioni dei fondi.

72. Offerta Pubblica di Acquisto.

73. Per un'analisi sulle determinanti delle performance dei fondi si veda Morri e Lee (2009).

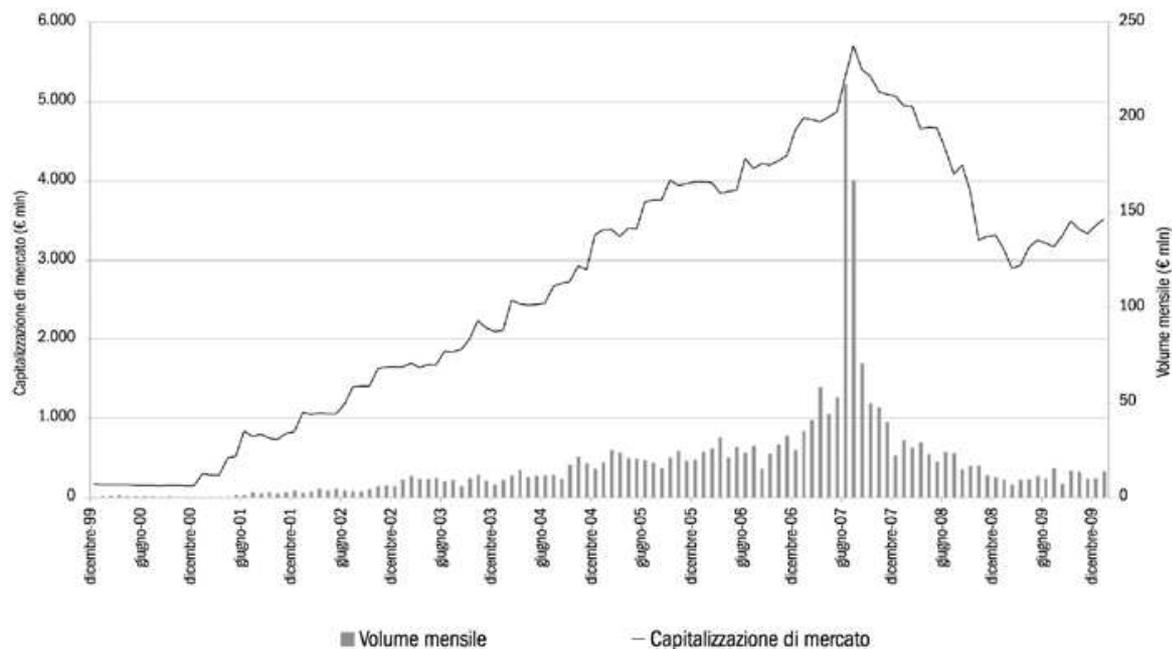


FIGURA 4.8 Volume mensile e capitalizzazione di mercato dei fondi quotati 
Fonte: BNP Paribas REIM.

4.11.1 Differenza tra valore del NAV e prezzo di mercato

Per i fondi quotati, oltre al valore semestrale della quota calcolato sul NAV del fondo, è possibile rilevare il prezzo di scambio sul mercato borsistico nelle due aste giornaliere in cui sono negoziate le quote sul segmento MIV di Borsa Italiana. Occorre tuttavia evidenziare che i due valori raramente coincidono in quanto il valore NAV della quota è una valutazione con cadenza semestrale (valore di mercato), mentre il prezzo di Borsa della quota è frutto di contrattazioni giornaliere (dipende quindi dalla domanda e dall'offerta). La differenza tra i due valori è definita Sconto⁷⁴ sul NAV e si calcola come la differenza tra il Valore NAV per quota e il prezzo rapportato al Valore NAV per quota:

$$\text{Sconto} = \frac{\text{ValoreNAV} - \text{prezzo}}{\text{ValoreNAV}} \quad (4.1)$$

Esempio:

- valore NAV della quota = € 100;
- prezzo di Borsa della quota = € 70.

74. Oppure Premio, sebbene si verifichi meno frequentemente.

$$\text{Sconto} = \frac{\text{€}100 - \text{€}70}{\text{€}100} = 30\%$$

Nel mercato italiano i fondi hanno quasi sempre registrato uno Sconto sul NAV rispetto alla quotazione di Borsa: l'Indice BNP Paribas REIM DTN rappresenta lo Sconto sul NAV medio di settore (si veda il *Paragrafo 6.6.2.1* per un approfondimento su tale indice).

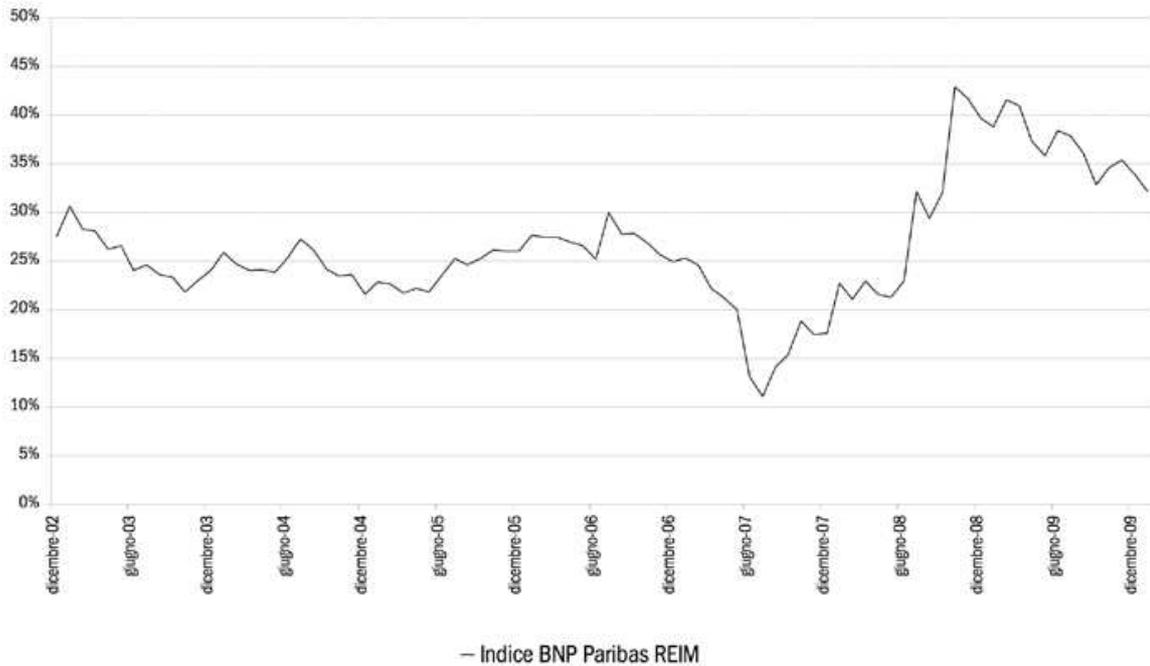


FIGURA 4.9 Andamento dello Sconto sul NAV medio 
Fonte: BNP Paribas REIM.

Lo Sconto sul NAV è un fenomeno ampiamente studiato in letteratura (per un approfondimento sulla letteratura esistente si veda Morri e Benedetto, 2009), tuttavia nessuno studio è giunto a conclusioni robuste e valide in tutti i mercati e per tutti i periodi storici. Tra le cause principali, per le holding finanziarie e i fondi chiusi in generale, si riportano le *capital gain tax liabilities*, la leva finanziaria, la liquidità, la diversificazione, le spese di gestione, gli errori di valutazione e il *market sentiment*.

In particolare lo sconto dei fondi italiani, diversamente dal caso più generale delle *property company* o delle holding finanziarie, non è influenzato da *capital gain tax liabilities* in quanto non vi sono imposte sulle plusvalenze che si riflettono nel prezzo. Morri e Benedetto (2009) riportano come variabili significative l'attività di investimento (maggiore è la percentuale dell'attivo investita in *asset* immobiliari, minore è lo sconto), la partecipazione di investitori istituzionali (maggiore è la quota del fondo detenuta da investitori isti-

tuzionali, minore è lo sconto), la tipologia di fondo (i fondi ad apporto, *ceteris paribus*, sono scambiati a sconti inferiori), la vita residua (i fondi più prossimi a scadenza hanno sconti minori) e le spese gestionali (in modo inaspettato, i fondi con maggiori commissioni presentano uno sconto inferiore). Anche lo sconto medio del settore (utilizzato come *proxy* del *market sentiment*) si è rivelato un importante elemento esplicativo in grado non solo di spiegare quanto non può essere catturato dai fattori specifici di ciascun fondo, ma soprattutto di isolare l'effetto delle altre variabili sullo sconto.

Occorre tuttavia ricordare che, sebbene non emerga direttamente dagli studi empirici, tra le cause dello sconto vi sono anche la scarsa liquidità delle quote (si veda la *Figura 4.8* circa la capitalizzazione e i volumi di scambio), l'opinione del mercato circa le valutazioni condotte dagli esperti indipendenti e l'assenza di copertura da parte degli analisti.

Si evidenzia che lo Sconto sul NAV, che potrebbe rappresentare un indicatore per valutare la convenienza all'investimento, anche congiuntamente alla durata residua, dovrebbe essere analizzato anche in relazione al rapporto di indebitamento del fondo, e quindi dovrebbe essere considerato a livello di GAV o di valore degli immobili. Nell'esempio riportato nella *Tabella 4.5* si analizzano tre fondi che presentano gli stessi valori di NAV e di prezzo per quota (e quindi di Sconto), ma con una diversa struttura finanziaria.

	Fondo	1	2	3
a	Prezzo della quota	€ 60,00	€ 60,00	€ 60,00
b	NAV della quota	€ 100,00	€ 100,00	€ 100,00
c = (b-a)/a	Sconto sul NAV	40,00%	40,00%	40,00%
d	Debito Finanziario	€ 50,00	€ 150,00	€ 0,00
e = b+d	GAV	€ 150,00	€ 250,00	€ 100,00
f = d+e	loan to value	33,33%	60,00%	0,00%
g = (e-a-d)/e	Sconto sul GAV	26,67%	16,00%	40,00%

TABELLA 4.5 Esempio di rettifica dello Sconto di Borsa 

Lo Sconto sul GAV può essere calcolato sommando al prezzo di Borsa il valore del debito finanziario. Come si può notare, lo Sconto sul NAV (c) per i tre fondi è il medesimo (40%), tuttavia l'investitore nel Fondo 3 privo di debito (d), cioè con *loan to value* pari a 0%, pagherà un prezzo implicito per le attività (prevalentemente costituite da immobili) minore rispetto all'investitore nel Fondo 2 con il massimo utilizzo di debito (*loan to value* pari a 60%). Nell'ipotesi che il debito rappresentato a bilancio sia a valore di mercato, il mercato sta implicita-

mente attribuendo una diversa valutazione agli attivi (immobili) dei tre fondi. In sostanza, un investitore che acquista una quota di un fondo privo di debito, beneficia per intero dello sconto direttamente sul prezzo degli immobili.

Tale modalità di analisi⁷⁵ potrebbe essere interessante nel momento in cui si intendano effettuare delle simulazioni circa le valutazioni del portafoglio immobiliare ipotizzando un differente valore in aumento o in riduzione.

Fondo	Prezzo	Adj. NAV	Sconto su Adj. NAV	Debito Finanziario	GAV	Loan To Value	Sconto sul GAV
Atlantic 1	€ 430	€ 676	36%	€ 764	€ 1.440	53%	17%
Atlantic 2 - Berenice	€ 427	€ 554	23%	€ 635	€ 1.189	53%	11%
BNL Portfolio Immobiliare	€ 1.749	€ 2.647	34%	€ 1.112	€ 3.759	30%	24%
CAAM RE Europa	€ 1.030	€ 2.076	50%	€ 527	€ 2.604	20%	40%
CAAM RE Italia	€ 1.460	€ 2.982	51%	€ 729	€ 3.711	20%	41%
Caravaggio	€ 2.400	€ 3.212	25%	€ 3.825	€ 7.037	54%	12%
Estense - Grande Distribuzione	€ 2.150	€ 2.855	25%	€ 1.665	€ 4.520	37%	16%
Europa Immobiliare 1	€ 900	€ 1.972	54%	€ 1.409	€ 3.381	42%	32%
Fondo Alpha	€ 2.379	€ 3.962	40%	€ 1.167	€ 5.129	23%	31%
Fondo Beta	€ 670	€ 586	-14%	€ 278	€ 864	32%	-10%
Fondo Delta	€ 38	€ 93	59%	€ 41	€ 134	30%	41%
Immobiliun 2001	€ 4.250	€ 5.621	24%	€ 483	€ 6.104	8%	22%
Invest Real Security	€ 1.300	€ 2.564	49%	€ 757	€ 3.321	23%	38%
Investietico	€ 1.800	€ 2.886	38%	€ 1.189	€ 4.075	29%	27%
Obelisco	€ 1.100	€ 2.370	54%	€ 1.259	€ 3.629	35%	35%
Olinda - Fondo Shops	€ 349	€ 637	45%	€ 666	€ 1.303	51%	22%
Piramide Globale	€ 297	€ 363	18%	€ 75	€ 438	17%	15%
Polis	€ 1.329	€ 2.242	41%	€ 608	€ 2.849	21%	32%
Risparmio Imm. Uno Energia	€ 10.100	€ 10.103	0%	€ 14.236	€ 24.339	58%	0%
Securfondo	€ 2.430	€ 3.135	22%	€ 164	€ 3.299	5%	21%
Tecla - Fondo Uffici	€ 431	€ 584	26%	€ 540	€ 1.124	48%	14%
Unicredito Immobiliare Uno	€ 1.950	€ 3.648	47%	€ 108	€ 3.756	3%	45%
Valore Immobiliare Globale	€ 3.920	€ 5.341	27%	€ 1.346	€ 6.687	20%	21%

TABELLA 4.6 Sconto di Borsa per i fondi immobiliari italiani quotati 

Fonte: Elaborazioni degli Autori su dati Borsa Italiana e rendiconti dei fondi.

75. Si veda Morri e Benedetto (2009) per un approfondimento.

Nella *Tabella 4.6* sono riportati gli sconti per i fondi italiani quotati ricalcolati secondo le seguenti ipotesi:

- valore di Borsa al 29 gennaio 2010;
- *Adjusted NAV* = NAV al 30 giugno 2009 rettificato per considerare eventuali successive distribuzioni di proventi e capitale;
- GAV = valore del NAV più debito finanziario al 30 giugno 2009.

4.12 CONCLUSIONE

Dalla loro istituzione a oggi, il mercato dei fondi immobiliari si è evoluto in diverse fasi in funzione dei cambiamenti normativi via via apportati dal legislatore: lo strumento finalmente sembra aver raggiunto la piena maturità e una notevole flessibilità. Il fondo immobiliare è infatti un veicolo adatto tanto a investitori istituzionali quanto a privati, fiscalmente efficiente per investitori domestici e stranieri; inoltre, la possibilità di investire in ogni tipologia di operazione immobiliare lo rende adeguato sia per l'investimento in *income producing property*, sia per operazioni di sviluppo. Infine, è uno strumento estremamente trasparente e vigilato, che favorisce non solo l'investimento immobiliare, ma anche la gestione e la dismissione di patrimoni immobiliari.

È importante tuttavia ancora una volta sottolineare come il fondo sia estremamente diverso da una società immobiliare (a tal proposito si vedano le SIIQ nel *Capitolo 5*), in quanto rappresenta uno strumento per la gestione del risparmio pubblico: questo si riflette anche in un modello di *governance* notevolmente differente, con un ruolo passivo dell'investitore che delega l'attività di gestione alla SGR.

C'è sicuramente ancora un ampio margine di crescita per il settore dei fondi immobiliari in Italia, soprattutto per i fondi riservati, oggi assolutamente prevalenti sia per numero che per AUM: i fondi *retail* infatti, dopo alcuni anni di crescita, sembrano aver rallentato la loro corsa, forse a causa dell'incertezza relativa alle notevoli divergenze tra i prezzi di scambio delle quote e il valore stimato anche all'approssimarsi della scadenza degli stessi fondi.