

MARTIN HOESLI - GIACOMO MORRI

INVESTIMENTO IMMOBILIARE

MERCATO, VALUTAZIONE,
RISCHIO E PORTAFOGLI

Presentazione di Enrico Campagnoli
Prefazione di Maurizio Dallochio



EDITORE ULRICO HOEPLI MILANO

Copyright ©

Published by

Per l'edizione italiana

Copyright © Ulrico Hoepli Editore, S.p.A. 2010

via Hoepli 5, 20121 Milano (Italy)

tel. +39 02 864871 – fax +39 02 8052886

e-mail hoepli@hoepli.it

www.hoepli.it

Tutti i diritti sono riservati a norma di legge
e a norma delle convenzioni internazionali

ISBN 978-88-203-4387-3

Ristampa:

4 3 2 1 0 2010 2011 2012 2013 2014

Pubblicazione realizzata con il contributo di



Immagine di copertina: Palazzo Lombardia, archivio immagine Infrastrutture Lombarde SpA

Consulenza editoriale: Trio - www.iltrio.it

Traduzione: Giulio Pianese

Impaginazione e copertina: Sara Taglialegna

Stampa: Nuove Grafiche Artabano - Gravellona Toce (VB)

Printed in Italy

Ai miei nonni
Giacomo Morri

INDICE

<i>Presentazione</i>	<i>xiii</i>
<i>Prefazione</i>	<i>xv</i>
<i>Introduzione</i>	
Investimento immobiliare	xvii
<i>Capitolo 1</i>	
Mercati e beni immobiliari	1
1.1 Introduzione	1
1.2 Importanza e dimensione dell'immobiliare	2
1.3 Caratteristiche dell'immobiliare	8
1.3.1 Caratteristiche dei beni immobiliari	8
1.3.1.1 Immobilià	9
1.3.1.2 Indistruttibilità del suolo	9
1.3.1.3 Eterogeneità	10
1.3.1.4 Localizzazione	11
1.3.1.5 Investimenti a lungo termine	11
1.3.1.6 Valore unitario elevato	12
1.3.1.7 Illiquidità	12
1.3.1.8 Elevato livello di indebitamento	14
1.3.1.9 L'abitazione quale bisogno fondamentale	15
1.3.2 Caratteristiche dei mercati immobiliari	15
1.3.2.1 Assenza di un mercato centralizzato	15
1.3.2.2 Trasparenza ridotta	16
1.3.2.3 Mercati in frequente disequilibrio	16

1.3.2.4 Forte presenza dello Stato	18
1.3.2.5 Costi di transazione elevati	21
1.3.2.6 Numero limitato di transazioni	22
1.4 Modalità di investimento immobiliare	26
1.4.1 Investimenti diretti e indiretti	26
1.4.1.1 Investimenti diretti	26
1.4.1.2 Investimenti indiretti non quotati	27
1.4.1.3 Investimenti indiretti quotati	30
1.4.1.4 Prodotti derivati con sottostante immobiliare	33
1.4.2 Tipologie di beni immobiliari	34
1.4.2.1 Terreni e aree	35
1.4.2.2 Residenziale	35
1.4.2.3 Uffici	36
1.4.2.4 Commerciale	37
1.4.2.5 Industriale e logistica	38
1.4.2.6 Immobili agricoli	39
1.4.2.7 Immobili con destinazione d'uso speciale	39
1.4.2.8 Immobili pubblici	39
1.5 Tipologie di investitori	39
1.5.1 Privati	40
1.5.2 Investitori istituzionali	40
1.5.3 Fondi non quotati	42
1.5.4 Società e fondi immobiliari quotati	42
1.5.5 Aziende	43
1.5.6 Stato	44
1.6 Conclusione	44

Capitolo 2

Rendimento e rischio di un investimento immobiliare	47
2.1 Introduzione	47
2.2 Rendimenti immediati	49
2.2.1 Principio	49
2.2.2 I rendimenti immediati nella prassi immobiliare	52
2.2.3 Utilità dell'approccio dei rendimenti immediati	54
2.3 Rendimenti complessivi nel periodo	55
2.3.1 Calcolo del rendimento immediato	56
2.3.2 Calcolo del rendimento in conto capitale	57
2.3.3 Stima del rendimento e del rischio	58
2.3.4 Effetti della modalità di finanziamento	59

2.3.5 Il <i>benchmarking</i> immobiliare	63
2.3.5.1 Attribuzione di performance	63
2.3.5.2 Altre dimensioni del <i>benchmarking</i> immobiliare	66
2.4 Rendimenti multiperiodali	67
2.4.1 <i>Internal rate of return</i>	67
2.4.2 Principio	69
2.4.3 Effetto del finanziamento	72
2.5 Rischio immobiliare	73
2.5.1 Tipologie di rischi	74
2.5.1.1 Rischio di mercato	75
2.5.1.2 Rischio ambientale	76
2.5.1.3 Rischio legato alla costruzione	76
2.5.1.4 Rischio legislativo	76
2.5.1.5 Rischio di liquidità	77
2.5.1.6 Rischio di gestione	77
2.5.1.7 Rischio finanziario	78
2.5.2 Misurazione del rischio	78
2.6 Conclusione	79

Capitolo 3

Valutazione dei beni immobiliari	81
3.1 Introduzione	81
3.2 Principi e filoni metodologici	83
3.3 Metodologia comparativa	85
3.3.1 Criterio comparativo di mercato	86
3.3.1.1 Ambiti di utilizzo, vantaggi e limiti del criterio comparativo di mercato	87
3.3.1.2 Esempio di utilizzo del criterio comparativo di mercato	88
3.3.2 Criterio dei prezzi edonici	90
3.3.2.1 Ambiti di utilizzo, vantaggi e limiti del criterio edonico	95
3.4 Metodologia del costo di ricostruzione	98
3.4.1 Ambiti di utilizzo, vantaggi e limiti del criterio del costo di ricostruzione	101
3.4.2 Esempio di utilizzo del criterio del costo di ricostruzione	102
3.5 Metodologia economica	103
3.5.1 Criterio reddituale	105

3.5.1.1	Il beneficio economico e la differenza tra reddito e flusso di cassa	107
3.5.1.2	Esempio di utilizzo del criterio reddituale	111
3.5.1.3	Il tasso di capitalizzazione	114
3.5.1.4	La determinazione dei tassi di capitalizzazione	117
3.5.1.4.1	Estrazione dal mercato	118
3.5.1.4.2	Build-up approach	121
	Tasso privo di rischio (tasso risk-free)	123
	Premio per il rischio specifico	124
3.5.1.5	Ambiti di utilizzo, vantaggi e limiti	131
3.5.2	Criterio finanziario	132
3.5.2.1	Scelta del periodo di analisi	133
3.5.2.2	Definizione dei flussi di cassa del periodo	133
3.5.2.3	Determinazione del tasso di attualizzazione	135
3.5.2.4	Determinazione del valore finale	140
3.5.2.5	Processo di attualizzazione dei flussi e calcolo del valore del bene	142
3.5.2.6	Ambiti di utilizzo, vantaggi e limiti	145
3.5.3	La simulazione Monte Carlo	146
3.6	Un caso di valutazione con la metodologia economica	148
3.6.1	Analisi del mercato di riferimento	149
3.6.2	Descrizione sintetica dell'immobile oggetto di stima	150
3.6.3	Estrazione dei valori comparabili dal mercato	151
3.6.4	Applicazione del criterio reddituale	152
3.6.4.1	Determinazione del reddito	152
3.6.4.2	Determinazione del tasso di capitalizzazione e calcolo del valore del bene	153
3.6.5	Applicazione del criterio finanziario	154
3.6.5.1	Determinazione dei ricavi	154
3.6.5.2	Sfitto e perdita su credito	156
3.6.5.3	Determinazione delle spese operative	157
3.6.5.4	Determinazione degli investimenti	158
3.6.5.5	Determinazione del valore e flusso finale	159
3.6.5.6	Determinazione del tasso di attualizzazione	160
3.6.5.7	Calcolo del valore del bene	161
3.7	Valore di mercato e valore di investimento	163
3.8	Conclusione	165

Capitolo 4

Fondi comuni di investimento immobiliare italiani	169
4.1 Introduzione	169
4.2 Principali caratteristiche	170
4.3 Inquadramento giuridico dei fondi immobiliari italiani	171
4.4 Le diverse tipologie di fondi immobiliari	173
4.4.1 Fondi ordinari e fondi ad apporto	173
4.4.2 Fondi retail, riservati e speculativi	175
4.5 Regolamento del fondo	178
4.6 I soggetti coinvolti	180
4.6.1 Gestione	180
4.6.1.1 Società di Gestione del Risparmio	181
4.6.1.2 Altri soggetti coinvolti nella gestione	184
4.6.2 Controllo	184
4.6.2.1 Banca d'Italia	185
4.6.2.2 Consob	185
4.6.2.3 Banca Depositaria	185
4.6.2.4 Esperti indipendenti	186
4.6.3 Governance	186
4.6.3.1 Assemblea dei Sottoscrittori	187
4.6.3.2 Advisory Committee	188
4.7 Le caratteristiche di natura economica	188
4.7.1 Le commissioni di gestione	190
4.7.2 Le quote	191
4.8 Struttura finanziaria	193
4.9 Fiscalità	193
4.9.1 Fiscalità sui redditi del fondo	193
4.9.2 Fiscalità nelle operazioni	197
4.10 Documenti contabili	198
4.11 Mercato italiano dei fondi immobiliari	201
4.11.1 Differenza tra valore del NAV e prezzo di mercato	204
4.12 Conclusione	208

Capitolo 5

Società di investimento immobiliare quotate	209
5.1 Introduzione	209
5.2 Il quadro giuridico delle SIIQ	211
5.3 Il regime speciale delle SIIQ	212

5.3.1	Requisiti per l'adozione del regime	212
5.3.1.1	Requisiti soggettivi	212
5.3.1.2	Requisiti oggettivi	213
5.3.1.3	Requisiti statutari	214
5.3.1.4	Struttura partecipativa	214
5.3.2	Modalità di adozione del regime	215
5.3.3	Effetti dell'adozione del regime	215
5.3.3.1	Componenti di reddito pregressi	218
5.3.3.2	Trattamento delle perdite fiscali	219
5.3.3.3	Disciplina delle riserve	220
5.3.3.4	Consolidato nazionale di SIIQ e SIINQ	221
5.3.4	Cause di cessazione dal regime	222
5.4	Le Società di Investimento Immobiliare Non Quotate (SIINQ)	223
5.5	L'obbligo di quotazione in Borsa	224
5.6	Il regime speciale in capo agli investitori	225
5.6.1	Trattamento fiscale dei dividendi	225
5.6.2	Trattamento fiscale delle plusvalenze	226
5.7	Conferimenti di immobili in SIIQ	227
5.8	SIIQ e fondi immobiliari	229
5.9	Criticità relative al regime SIIQ	231
5.10	Conclusioni	233

Capitolo 6

Indici immobiliari	235	
6.1	Introduzione	235
6.2	Classificazione degli indici immobiliari	237
6.3	La costruzione di un indice	239
6.3.1	Scelta del campione	239
6.3.2	Tipologia	240
6.3.3	Inserimento dei componenti	241
6.3.4	Calcolo della media	242
6.3.5	Costruzione e calcolo del numero indice	243
6.3.6	Problematiche di raccordo e fattori di rettifica	244
6.4	Indici nel mercato immobiliare commerciale	244
6.4.1	Indici <i>appraisal</i>	244
6.4.1.1	Un esempio di indice <i>appraisal</i> : NPI (NCREIF Property Index)	246
6.4.1.2	Esempio di indice <i>appraisal</i> : IPD (Investment Property Databank)	248

6.4.1.3 Vantaggi e limiti	250
6.4.2 Il processo di <i>de-smoothing</i>	252
6.4.3 Indici di transazioni nel mercato immobiliare commerciale	258
6.5 Indici immobiliari nel mercato residenziale	259
6.5.1 Indici di transazioni	260
6.5.1.1 Vantaggi e limiti	260
6.5.1.2 Esempi di indici di transazioni in Italia	262
6.5.2 Indici edonici	265
6.5.2.1 Regressione edonica per singolo periodo	265
6.5.2.2 Singola regressione edonica per tutti i periodi	267
6.5.2.3 Esempi di indici edonici	269
6.5.2.4 Vantaggi e limiti	271
6.5.3 Indici basati sul metodo delle vendite ripetute	272
6.5.3.1 Vantaggi e limiti	274
6.5.4 Altri metodi basati sulle transazioni	277
6.6 Indici nel mercato immobiliare indiretto	281
6.6.1 Mercato immobiliare indiretto non quotato	282
6.6.1.1 Esempio di indice indiretto non quotato: IPD Italian Pooled Property Fund Indices	286
6.6.2 Mercato immobiliare indiretto quotato	288
6.6.2.1 Esempi di indici dell'immobiliare indiretto quotato	290
6.7 Un confronto tra indici immobiliari diretti e indiretti quotati	293
6.8 Conclusione	298

Capitolo 7

Ruolo dell'investimento immobiliare in un portafoglio	301
7.1 Introduzione	301
7.2 Teoria di portafoglio	302
7.3 Rendimento e rischio di immobiliare, azioni e obbligazioni	307
7.3.1 Un confronto internazionale	307
7.3.2 Determinanti dei rendimenti e inflazione	311
7.3.3 Effetti della limitata liquidità	312
7.4 Correlazioni dei rendimenti tra <i>asset class</i>	314
7.5 Frontiere efficienti	316
7.5.1 Effetto sul rendimento e sul rischio di un portafoglio	317
7.5.2 Il peso dell'immobiliare in un portafoglio	320
7.5.3 Diversificazione internazionale	328
7.5.4 Diversificazione di un portafoglio di immobili	330
7.6 Confronto tra allocazione ottimale ed effettiva	332

7.6.1	Approfondimenti sull'allocazione ottimale	334
7.6.1.1	Qualità dei dati nell'immobiliare	334
7.6.1.2	Margine di errore statistico	335
7.6.1.3	Frequenza dei dati	335
7.6.1.4	Introduzione degli impegni	336
7.6.1.5	Misurazione del rischio	336
7.6.1.6	Ridotta liquidità ed elevati costi di transazione	337
7.6.1.7	Caratteristiche di rendimento e di rischio	337
7.6.2	Difficoltà di attuazione di una strategia immobiliare	338
7.6.2.1	Disponibilità dei beni	338
7.6.2.2	Investimenti immobiliari internazionali	339
7.6.2.3	Composizione dell'indice di riferimento	339
7.7	Conclusione	340
	<i>Abbreviazioni</i>	343
	<i>Bibliografia</i>	347

P R E S E N T A Z I O N E

Questo libro è particolarmente utile tanto al professionista, quanto all'investitore istituzionale o privato, perché illustra metodologie e principi che sono universalmente applicati nel campo dell'investimento immobiliare; fa infatti emergere la rilevanza del *real estate private sector* per l'economia nel suo insieme e la conseguente esigenza di un'approfondita conoscenza dei suoi complessi meccanismi e in particolare delle metodologie e dei principi necessari per un avveduto investimento immobiliare. Anche se il testo si cala necessariamente nel quadro normativo italiano, in modo specifico in relazione ai fondi e alle Società di Investimento Immobiliare Quotate, la visione dei mercati, dei beni immobiliari e del loro rendimento è quella propria del mercato globale.

I criteri, le metodologie e i principi di valutazione degli investimenti e degli immobili, proposti nel libro spesso in modo comparativo, si riferiscono in generale a *best practice* consolidate e adottate a livello mondiale e costituiscono pertanto uno strumento essenziale per l'investitore, italiano e internazionale.

Un merito particolare di questa pubblicazione è poi quello di dare significativo rilievo alla valutazione del rischio immobiliare: elemento fondamentale per garantire trasparenza al mercato e fiducia ai prodotti finanziari con sottostante immobiliare, nonché elemento essenziale dell'analisi di ogni investitore.

La recente crisi finanziaria ha evidenziato la pericolosità di una globalizzazione dei mercati senza regole globali e, soprattutto, senza un'efficace valutazione del rischio comunemente accettata. Da un certo punto di vista, questa pubblicazione può quindi essere letta come un significativo contributo per determinare delle regole a supporto della trasparenza e di un'adeguata valutazione del rischio immobiliare, necessarie per restituire fiducia al mercato e per evitare che in futuro dal settore immobiliare possano trarre origine analoghe crisi finanziarie. In tal senso, questo libro è di particolare attualità perché traspare a livello operativo, sul mercato e tra i professionisti del settore, i

recentissimi indirizzi emersi dal dibattito sulla crisi finanziaria e sul mercato immobiliare in organismi internazionali come le stesse Nazioni Unite. Una testimonianza ne sono le linee guida e i principi per favorire uno sviluppo del mercato immobiliare finalizzato a portare benefici economici e sociali, contenuti in una recentissima pubblicazione della Commissione economica per l'Europa alle Nazioni Unite (UN-ECE, 2010).

Dott. Ing. Enrico Campagnoli
World President 2010-2011
International Real Estate Federation
(FIABCI)

P R E F A Z I O N E

In un mondo che sembra sottoposto a una rivoluzione continua, il valore degli immobili, almeno in certi Paesi, pareva essere un punto fermo. Se sovrapponiamo l'andamento di un indice del mercato azionario – supponiamo l'S&P 500 negli Stati Uniti – e l'indice dell'andamento dei prezzi immobiliari espresso dal *Case-Shiller* negli anni che precedono il 2006, ci colpisce immediatamente la relativa stabilità del secondo, rispetto alla volatilità del primo.

D'altra parte si sa, il mattone (e il suo valore) non tradiscono mai ☺...

Questo è un film che, visto fino allo scoppio della crisi immobiliare (e dei *subprime*) negli USA, avrebbe portato molti potenziali lettori del volume di Morri e Hoesli a pensare: “ma che cosa ce ne facciamo di un altro volume su un tema che non muta da tanti anni?”.

“Il vero tema, aperto dall'introduzione del principio del *Fair Value* e dell'adozione degli IAS-IFRS, è la valutazione dei titoli mobiliari e delle aziende, altro che degli immobili!”.

Poi il mondo è cambiato e film, regia, sceneggiatura e storia sono di colpo diventati decrepiti, ineditabili.

Il mercato immobiliare ha subito uno sconquasso in molti Paesi; in molti altri ha avvertito importanti sussulti. Ovunque ha mutato strutturalmente i punti fermi e le regole sulle quali si fondano i comportamenti degli operatori del settore.

Ecco l'esigenza di ripensare profondamente le regole del gioco, anche nel campo delle valutazioni immobiliari. Altroché “mattone rifugio sicuro” e *Case-Shiller* piatto...

Ecco – robusta – l'esigenza di disporre di un volume guida per lo studioso e l'operatore immobiliare degli anni dopo *subprime*.

Ed ecco la grande utilità del volume che state per leggere.

In un momento in cui il mercato immobiliare riveste un ruolo di primaria importanza per il rilancio dell'economia globale, diviene cruciale l'analisi

delle forze che agiscono sul settore per comprendere i legami con l'economia reale e per indirizzare le strategie di investimento alla luce dell'evoluzione del ciclo economico in atto.

Nella composizione di un portafoglio di investimenti di un grande operatore istituzionale, così come nella conduzione di una trattativa finalizzata a una compravendita immobiliare, diventa nodale capire quali possano essere gli impatti sul valore complessivo indotti dall'operazione in esame. E non è esercizio facile: il valore degli immobili fluttua in modo significativo anche in Europa Continentale, e la sua correlazione con altre *asset class*, una volta largamente prevedibile, è oggi circondata da un'alea di grande incertezza.

Un argomento finora solo sfiorato, ma dal crescente rilievo e legato agli aspetti di materia geografico-localizzativa.

Nei processi decisionali è necessario evitare la tentazione di farsi influenzare solo dall'andamento del mercato immobiliare in generale, prescindendo fra l'altro dall'analisi del singolo ciclo di vita economico strettamente connesso alla realtà locale, unica nel suo contesto economico e culturale.

Ai fini di una corretta interpretazione degli indicatori immobiliari a sostegno delle proprie scelte di investimento, è dunque fondamentale la completa comprensione del loro andamento non solo nel tempo e per tipologia, ma anche per area geografica.

L'obiettivo dello stimolante lavoro di Morri e Hoesli è in ultima analisi quello di voler fornire un quadro di riferimento chiaro ed esaustivo per il settore immobiliare italiano, declinando puntualmente gli elementi che lo caratterizzano, le variabili che contraddistinguono un investimento immobiliare e gli strumenti di valutazione più comunemente utilizzati nella prassi professionale.

Il volume consegna al lettore un prezioso connubio tra accademia e pragmatismo, in cui teorie di riferimento e modelli applicativi convivono in maniera sinergica e armoniosa per accrescere l'efficacia della lettura e la diretta applicabilità dei contenuti alla quotidiana attività professionale.

Lo stile semplice e lineare, seppur rigoroso nella terminologia, è adatto sia a una lettura unitaria sia a una consultazione "da manuale" su argomenti di specifico interesse per il lettore.

Attualità, linearità e immediata applicabilità dei contenuti fanno di questo volume un prezioso investimento per un arricchimento delle proprie competenze in un mercato sempre più importante e in continua evoluzione.

Buona lettura!

Maurizio Dallochio

Nomura Chair of Corporate Finance, Università Bocconi

Febbraio 2010

I N T R O D U Z I O N E

INVESTIMENTO IMMOBILIARE

MERCATO, VALUTAZIONE, RISCHIO E PORTAFOGLI

La rilevanza del settore immobiliare sull'economia mondiale era già apparsa in maniera evidente durante la crisi dell'inizio degli anni Novanta. In molti Paesi un improvviso aumento della disoccupazione e un rialzo nei tassi di interesse sui mutui, aveva costretto numerose famiglie a vendere gli immobili, con un effetto negativo sull'intero sistema economico, a iniziare dalle banche. Un effetto non meno rilevante, che si è mantenuto per buona parte del decennio, è stata la riduzione nei consumi delle famiglie, fortemente legati al livello del prezzo delle abitazioni. Effetti analoghi si sono verificati anche nel settore degli immobili commerciali.

L'attuale situazione economica a livello globale, iniziata con la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e propagatasi nel resto delle economie, mostra che tali eventi purtroppo non fanno parte soltanto del passato. Un eccesso di indebitamento a fronte di fondamentali non più solidi ha condotto nuovamente a una crisi che, sebbene non in via prevalente, vede il settore immobiliare fortemente coinvolto: emerge chiaramente la necessità di operare, in un settore che rappresenta circa un terzo della ricchezza mondiale, con strumenti adeguati e con una piena conoscenza del funzionamento del mercato.

Le forti contrazioni di valori di altre *asset class* all'inizio degli anni Duemila (in particolare sui mercati borsistici) hanno anche evidenziato l'esigenza di allocare una parte della ricchezza all'immobiliare per diversificare il patrimonio: molti operatori sui mercati immobiliari (in particolare le banche, gli investitori istituzionali e le società di consulenza) riconoscono sempre più l'esigenza

di approfonditi studi e analisi sugli investimenti e sui mercati immobiliari. Negli ultimi venti anni lo sviluppo di tali studi rispecchia la presa di coscienza dell'importanza del settore e contribuisce notevolmente a una migliore trasparenza dei mercati.

Per esempio, a livello mondiale esistevano pochissimi indici dei prezzi e della *performance* dell'immobiliare commerciale e come spesso accade per le innovazioni in campo finanziario, gli unici disponibili riguardavano Stati Uniti, Regno Unito e qualche altro Paese anglosassone. Oggi sono diffusi nella maggior parte dei Paesi sviluppati ed è quindi possibile costruire indicatori di *performance* immobiliare per le analisi di mercato e soprattutto per analisi di *benchmarking*, cioè per confrontare la *performance* realizzata da un gestore di un portafoglio immobiliare con quella ottenuta dal mercato (*Capitoli 2 e 6*), che in tal modo diventa anche più trasparente.

Anche i metodi di valutazione dei beni immobiliari si sono molto sviluppati negli anni Novanta: per esempio, l'utilizzo del criterio finanziario con l'attualizzazione dei flussi di cassa è oramai ampiamente diffuso nella valutazione di immobili commerciali. Tuttavia non è sufficiente utilizzare un metodo sofisticato per ottenere un risultato affidabile, ma occorre assicurarsi della fondatezza delle ipotesi sull'evoluzione dei flussi di cassa e del tasso di attualizzazione da adottare (*Capitolo 3*).

La trasposizione dei modelli di allocazione ottimale delle risorse agli investimenti immobiliari ha guadagnato molta credibilità negli ultimi venti anni, in particolare per i modelli di allocazione utilizzati dagli investitori istituzionali (*Capitolo 7*). I miglioramenti derivano da una maggiore affidabilità dei dati immobiliari, in particolare per quanto riguarda la misurazione del rischio di tali investimenti e la considerazione dei vincoli degli investitori, con le diverse imperfezioni dei mercati immobiliari (liquidità limitata, costi di transazione elevati ecc.) riconosciute e integrate nelle analisi.

Infine, una nuova frontiera è rappresentata dallo sviluppo dei derivati basati su indici immobiliari (*Capitoli 1 e 6*), prodotti che ampliano la possibilità di investimenti immobiliari e permettono una migliore gestione del rischio, contribuendo all'efficienza e alla trasparenza dei mercati.

In particolare, occorre ricordare che il settore immobiliare italiano, in questo arco temporale, ha conosciuto profondi cambiamenti. Dalla fine degli anni Novanta, anche grazie alla maggiore stabilità valutaria, numerosi operatori esteri sono entrati nel mercato, portando con sé anche nuove modalità operative. Inoltre, non si può non menzionare l'introduzione delle forme di investimento indiretto quali i fondi comuni di investimento immobiliare (*Capitolo 4*) e le Società di Investimento Immobiliare Quotate, la declinazione italiana dei REITs (*Capitolo 5*).

Il mondo accademico non è rimasto inattivo di fronte alle sfide legate allo studio e all'analisi rigorosi degli investimenti immobiliari. Ci si trova in presenza di un'interazione che porta a una maggiore professionalizzazione degli operatori immobiliari: da un lato le nuove esigenze della professione creano la necessità di formare studenti per i ruoli nell'immobiliare, dall'altro il fabbisogno di professionisti qualificati cresce rendendo più numerosi e competitivi i programmi di formazione.

Al mondo si moltiplicano i corsi di formazione che preparano alle professioni del settore immobiliare: per molti anni, corsi di formazione specifici dell'immobiliare sono esistiti solo negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in pochi altri Paesi. Oggi i corsi di formazione specifici si sono sviluppati in molti altri Paesi e sono diventati sempre più multidisciplinari.

Lo sviluppo dei programmi di formazione è andato di pari passo con un'accelerazione della ricerca nell'immobiliare, sia nel campo dei beni per investimento, sia nel residenziale. Nel campo dell'investimento e della valutazione, la problematica del *de-smoothing* degli indici *appraisal* è stata oggetto di moltissimi studi (*Capitolo 6*), che hanno permesso una migliore quantificazione del rischio (*Capitolo 7*). Anche le tematiche della diversificazione ottimale di un portafoglio misto e di un portafoglio immobiliare hanno catturato l'attenzione dei ricercatori (*Capitolo 7*). È altrettanto essenziale conoscere le qualità che un indice immobiliare dovrebbe possedere per fungere da base per la creazione di un prodotto derivato o per essere utilizzato come riferimento nelle analisi di *benchmarking* (*Capitolo 6*) e per valutare la capacità dell'immobiliare di proteggere dall'inflazione, nonché per l'analisi delle determinanti dei cicli immobiliari. Infine, tra i temi rilevanti vi è la quantificazione dell'incertezza che circonda i diversi parametri usati nella valutazione con l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri e lo sviluppo di modelli edonici, due orientamenti di ricerca importanti per la valutazione dei beni immobiliari (*Capitolo 3*).

Riguardo al mercato immobiliare residenziale, alcuni studi sono stati dedicati alle determinanti del modo di utilizzo dell'abitazione, cioè della scelta tra proprietà e locazione dell'abitazione. Anche lo studio sulla modalità di costruire indici "a qualità costante" è stato oggetto di ricerche (*Capitolo 6*) insieme alla tematica dell'eventuale esistenza di una bolla speculativa e dell'impatto di un suo scoppio, soprattutto sui consumi delle famiglie.

Molti ricercatori si sono interessati anche al comportamento degli investimenti immobiliari indiretti, in particolare degli investimenti indiretti quotati. È essenziale soprattutto conoscere se tali *asset* si comportano in modo simile agli investimenti immobiliari diretti o se invece sono influenzati anche da altri fattori, soprattutto borsistici (*Capitolo 7*).

Lo sviluppo rapido della ricerca è stato favorito anche dal maggior numero di conferenze scientifiche sulle tematiche del mercato immobiliare, iniziando dagli Stati Uniti: la prima conferenza dell'AREUEA risale al 1965 (www.areuea.org) e dell'*American Real Estate Society* al 1985 (www.aresnet.org). In Europa, la prima conferenza dell'*European Real Estate Society* (www.eres.org) ha avuto luogo nel 1993 a Reading (Regno Unito): da allora è stata organizzata in moltissimi Paesi, tra cui in Italia (Milano) nel 2004 e nel 2010 (www.eres2010.org).

Questo libro si basa su un'esperienza complessiva degli autori di oltre venticinque anni in tema di insegnamento e nella ricerca nel settore immobiliare e presenta un vero e proprio quadro della situazione sui diversi temi: affronta in modo dettagliato i concetti e gli strumenti che possono migliorare il processo decisionale e la gestione del rischio in tema di investimenti immobiliari. L'opera, che in parte riprende un precedente lavoro di Martin Hoesli (*Investissement immobilier – Décision et gestion du risque*, Economica, Parigi 2008), nasce con lo scopo di coniugare le caratteristiche di un testo accademico (approfondita analisi degli studi scientifici sui diversi temi) e di un manuale operativo (sistematizzazione degli argomenti trattati e spiegazioni anche con esempi concreti). Per tale ragione, si rivolge tanto a studenti interessati a un'introduzione agli investimenti immobiliari, quanto ai professionisti desiderosi di avere un quadro ordinato delle conoscenze spesso apprese con l'esperienza sul campo.

Una solida formazione economica deve includere lo studio degli investimenti immobiliari, specialmente per l'importanza di questa *asset class* nell'economia: uno degli obiettivi dell'opera è proprio servire quale testo di supporto a corsi universitari di finanza immobiliare impartiti in lingua italiana. A tal fine, oltre al tradizionale testo cartaceo, è stato realizzato per i docenti un set di materiale didattico personalizzabile (presentazioni e modelli su foglio elettronico).

Le tematiche della valutazione dei beni immobiliari, della misurazione della *performance* di portafogli immobiliari, della costruzione di indici, dei fondi immobiliari e delle SIIQ, dell'allocazione ottimale di un portafoglio tra le diverse *asset class* dovrebbero interessare gli operatori immobiliari, i responsabili della gestione di portafogli istituzionali, gli specialisti del credito immobiliare, ma anche i responsabili di istituti pubblici che monitorano i mercati. Il libro si rivolge quindi anche ai professionisti del settore, che nonostante abbiano anni di esperienza alle spalle, possono trovare utile sistematizzare quanto già appreso con la pratica grazie a un testo che da un lato illustra i principi e dall'altro approfondisce particolari tematiche che richiedono un corpo di conoscenze teoriche di base, con un supporto di esempi di modelli di valutazione e altri strumenti su fogli elettronici.

Infine, sebbene numerosi studi si basino sui mercati anglosassoni, dove la disponibilità di dati è maggiore e da maggior tempo l'accademia dedica attenzione al *real estate*, occorre sottolineare che l'opera è principalmente realizzata con riferimento al mercato italiano (con numerosi approfondimenti su studi, dati e normativa specifici) e, per alcuni elementi, al mercato svizzero.

Il libro è suddiviso in sette capitoli cui si aggiunge un sito internet di riferimento. Il *Capitolo 1* è dedicato a una descrizione dei mercati e dei beni immobiliari, con l'analisi della dimensione dei mercati, delle caratteristiche delle tipologie di beni, delle diverse modalità di investimento, oltre alle principali categorie di investitori presenti.

Il *Capitolo 2* tratta le tematiche del rendimento e del rischio degli investimenti immobiliari, con i diversi criteri adottabili in tema di misurazione del rendimento e soprattutto dell'utilità del ricorso al *benchmarking* immobiliare. Vengono presentate anche una classificazione dei rischi legati agli investimenti immobiliari e una modalità di misurazione.

La problematica della valutazione dei beni immobiliari è trattata nel *Capitolo 3*, dove sono presentate le diverse metodologie di valutazione dei beni immobiliari, evidenziando vantaggi e inconvenienti di ciascuna: comparativa di mercato, del costo di ricostruzione ed economica (reddituale e finanziaria).

Nel *Capitolo 4* si descrive il funzionamento dei fondi di investimento immobiliare italiani, presentando tutte le caratteristiche dello strumento e descrivendone il mercato di riferimento.

Il *Capitolo 5* è sempre dedicato a una forma indiretta di investimento nel mercato, le SIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotate), che hanno di recente fatto la loro comparsa nell'ordinamento italiano. Sebbene non si siano ancora diffuse sufficientemente, rappresentano il modello italiano dei REITs, tipologia di società immobiliare ampiamente diffusa in altri mercati.

La problematica della costruzione di indici dell'evoluzione dei prezzi immobiliari è trattata nel *Capitolo 6*. Si opera una distinzione tra indici dell'immobiliare commerciale e del residenziale e le distorsioni potenziali che possono derivare dall'utilizzo di alcuni criteri. Si affronteranno anche gli indici degli investimenti immobiliari indiretti, distinguendo gli investimenti quotati dagli investimenti non quotati.

Infine, il *Capitolo 7* è dedicato al ruolo dell'investimento immobiliare in un portafoglio. Si confrontano i parametri di redditività e di rischio degli investimenti immobiliari con quelli degli investimenti azionari e obbligazionari, esaminando il grado di correlazione tra redditività immobiliare e degli investimenti finanziari. Si analizza, infine, l'effetto dell'introduzione di *asset* immobiliari in un portafoglio contenente attività mobiliari, per concludere

con un confronto tra l'allocazione consigliata e quella effettiva all'immobiliare da parte degli investitori istituzionali, individuando alcune possibili cause di tale divario.

Il sito internet www.hoesli-morri.it, cui nel testo frequentemente si fa rinvio con l'utilizzo del simbolo , rappresenta un supporto a tutti gli effetti parte integrante dell'opera editoriale, con:

- *Approfondimenti* su alcune tematiche specifiche tramite gli studi scientifici di riferimento.
- *Bibliografia interattiva* con possibilità di consultare direttamente gli studi citati grazie a numerosi collegamenti ai documenti originali.
- *Tablelle dati* pubblicate nel libro con possibilità di scaricare i dati in formato elettronico e di ottenere aggiornamenti.
- *Altri dati di mercato* aggiornati disponibili in formato elettronico per elaborazioni.
- *Modelli su foglio di calcolo* con esempi di valutazione per un migliore approfondimento e un immediato utilizzo a fine didattico.
- *Integrazioni* di alcune parti, quali per esempio le appendici normative, trovano spazio direttamente sul sito per la possibilità di continuo aggiornamento.
- *Link* ai siti citati nel testo e ad altri di interesse su argomenti correlati.
- *Presentazioni con slide* per ripercorrere i temi affrontati in ogni capitolo, che consentono al lettore di avere una sintesi di quanto trattato e rappresentano per i docenti un agevole strumento didattico.

Last, but not least un sentito ringraziamento a tutti coloro che, in diverso modo, hanno contribuito alla realizzazione di questo libro: FIABCI (Antonio ed Enrico Campagnoli) per il contributo economico e nella diffusione; Assogestioni (Alessandro Rota e Fabio Galli), BNP Paribas REIM SGR (Nicola Franceschini), IPD (Davide Manstretta), Nomisma (Daniela Percoco) e Scenari Immobiliari (Franco e Mario Breglia) per i dati forniti; Massimiliano Morrone (Nova Re) per l'utile confronto sulle SIIQ; Pietro Schena (SDA Bocconi) per il prezioso supporto operativo. Fondamentale è stato l'aiuto di Paolo Benedetto (Europrogetti & Finanza), brillante e giovane professionista che, spesso sacrificando il proprio tempo libero, ha dato un prezioso e affidabile contributo nell'attività di revisione, integrazione e supporto. Ogni eventuale errore rimane unicamente responsabilità degli autori.

Martin Hoesli, Giacomo Morri

(Ginevra e Milano)

Marzo 2010

MERCATI E BENI IMMOBILIARI

1.1 INTRODUZIONE

Nel presente capitolo si descrivono le principali caratteristiche dei mercati e dei beni immobiliari. Qualsiasi analisi degli investimenti immobiliari, sia essa orientata alla misura della redditività, alla stima del valore degli oggetti o al ruolo di tali investimenti nella diversificazione di un portafoglio, richiede la conoscenza delle specificità dei beni immobiliari e dei mercati in cui tali beni vengono trattati.

Il capitolo si apre con un'analisi della dimensione dei mercati immobiliari, evidenziandone le difficoltà di misurazione rispetto ai mercati finanziari. Si esamina quindi il rapporto tra il valore dello *stock* dei beni immobiliari misurato in un determinato momento e quello degli immobili scambiati in un certo intervallo di tempo, ossia il volume delle transazioni di un dato periodo.

In seguito sono messe in evidenza le caratteristiche dei beni e dei mercati immobiliari. Una buona comprensione di tali caratteristiche è fondamentale per assicurarsi di utilizzare correttamente gli strumenti di cui si dispone per migliorare il processo decisionale in ambito immobiliare. È essenziale capire bene le peculiarità degli investimenti immobiliari rispetto agli investimenti finanziari tradizionali, ovvero le azioni e le obbligazioni. Il capitolo prosegue con un'analisi della differenza tra gli investimenti immobiliari diretti e indiretti, distinzione importante soprattutto in termini di rendimento, rischio, liquidità e grado di coinvolgimento degli investitori nella gestione del portafoglio immobiliare. Sono infine presentate le principali tipologie di beni immobiliari e le principali categorie di investitori nei mercati immobiliari.

RENDIMENTO E RISCHIO DI UN INVESTIMENTO IMMOBILIARE

2.1 INTRODUZIONE

Nel presente capitolo si concentra l'attenzione sul rendimento di un investimento immobiliare, cioè sul ritorno economico di un investimento in funzione del prezzo di acquisto dell'immobile e dei flussi di cassa da esso generati. Come si vedrà, i concetti di rendimento e rischio sono indissolubilmente connessi, per cui si approfondirà anche il tema del rischio di un investimento immobiliare.

Il rendimento di un investimento immobiliare interessa aspetti diversi, riguardanti nel contempo gli obiettivi perseguiti e i metodi di calcolo utilizzati, per cui in materia si delinea un importante asse di differenziazione:

- *ex ante*, ci si pone prima della decisione di investimento e si calcola il rendimento previsionale atteso;
- *ex post*, ci si pone dopo l'acquisto dell'immobile (o del portafoglio di immobili) e si calcola il rendimento storico effettivo.

I rendimenti previsionali attesi permettono di stimare correttamente le prospettive connesse all'acquisto di un immobile a un determinato prezzo. A quel punto si può giudicare l'opportunità dell'investimento, soprattutto rispetto alle attese di crescita dei flussi di cassa e di incremento del valore dell'immobile. Come si vedrà, la stima del rendimento previsionale spesso si basa sul calcolo di indicatori relativamente semplici. Si possono anche calcolare rendimenti basati sui flussi previsionali legati al possesso dell'immobile, quali il tasso

interno di rendimento (TIR o IRR¹) previsionale dell'investimento. Infine, i rendimenti possono essere calcolati considerando anche l'effetto sul rendimento del capitale proprio (*equity*) derivante dal ricorso alla leva finanziaria.

Per quanto riguarda i rendimenti storici, si possono calcolare:

- i rendimenti per ciascun periodo, generalmente per anno;
- il rendimento multiperiodale, sull'intero orizzonte dell'investimento.

Il primo tipo di analisi è utilissimo per confrontare i parametri di rendimento e di rischio degli investimenti immobiliari con quelli di altre tipologie di investimenti, oltre che per valutare il grado di correlazione esistente tra i rendimenti delle diverse tipologie di investimento. È altresì importante confrontare la *performance* di un portafoglio immobiliare con quella di immobili detenuti da altri investitori che operano sugli stessi mercati e soggetti agli stessi vincoli (ad esempio fiscali), procedendo a un'analisi di tipo *benchmarking*, presentata in questo capitolo. Un approccio multiperiodale, basato sullo studio dei flussi di cassa in entrata e in uscita legati a un investimento immobiliare, permette una migliore pianificazione finanziaria e aiuta nel comprendere l'effetto di alcune decisioni gestionali sul rendimento immobiliare. In particolare, consente di prendere in considerazione, oltre al rendimento immediato costituito dal canone, anche la parte di rendimento in conto capitale, definito come differenza tra il prezzo di acquisto iniziale e di vendita finale (*capital gain* o *capital loss*).

Si osserva infine che tali modalità di calcolo possono considerare o meno l'impatto della struttura di finanziamento sul rendimento.

Mentre nella prassi il calcolo dei rendimenti previsionali si effettua più frequentemente sul singolo immobile, le analisi dei rendimenti storici sono spesso realizzate anche su interi portafogli di immobili. I portafogli possono essere segmentati secondo zone geografiche o tipologie di immobili, in funzione dei responsabili della loro gestione oppure sull'intero portafoglio di un investitore.

L'analisi del rendimento e del rischio del mercato immobiliare nella sua globalità richiede inoltre alcune conoscenze relative agli indici immobiliari, che misurano l'andamento del mercato, soprattutto riguardo alle distorsioni potenziali a essi connesse. Le modalità di costruzione degli indici immobiliari saranno discusse nel *Capitolo 6*, mentre la *performance* dell'investimento immobiliare sarà analizzata nel *Capitolo 7*.

La struttura di questo capitolo prevede innanzitutto il calcolo dei rendimenti immobiliari immediati, poi il calcolo dei rendimenti complessivi, ana-

1. *Internal rate of return* nella terminologia inglese.

lizzando in particolare l'utilità del ricorso al *benchmarking* immobiliare; oggetto del successivo paragrafo è il calcolo dei rendimenti multiperiodali, per concludere con un'analisi del rischio in ambito immobiliare.

VALUTAZIONE DEI BENI IMMOBILIARI

3.1 INTRODUZIONE

I beni immobiliari rappresentano un'ampia porzione della ricchezza complessiva, sono un mezzo di produzione e di consumo, nonché un bene di investimento. Per il normale svolgimento di queste attività è fondamentale conoscere il valore delle proprietà immobiliari, anche in momenti in cui le stesse non sono oggetto di scambio. Se, infatti, il caso più frequente di ricorso alla valutazione di un bene immobiliare è al momento dell'acquisto o della vendita, durante il quale in genere sia il venditore sia l'acquirente faranno una valutazione del bene per farsi un'idea del suo "vero" valore, ci sono molte altre situazioni in cui è comunque necessario effettuare una stima. Le banche, per esempio, ricorrono sistematicamente a una valutazione del bene che fungerà da garanzia per il prestito concesso e su tale base potranno determinare l'importo del credito. In secondo luogo, in caso di successioni o di divisioni occorre determinare il valore di immobili. Inoltre, le nuove norme contabili IFRS prevedono la valutazione periodica delle proprietà immobiliari al valore di mercato¹. Il panorama non esaustivo delle situazioni in cui è necessaria una stima immobiliare può essere completato dalla determinazione del valore di un bene immobiliare ai fini di una copertura assicurativa o quale base per il calcolo dell'imposta immobiliare².

Tuttavia, diversamente dai titoli mobiliari, ogni immobile è unico e non esiste un equivalente scambiato in un mercato regolamentato del quale si co-

1. In Italia gli immobili dei fondi immobiliari devono essere valutati ogni sei mesi, oltre al momento dell'acquisto e della vendita.

2. Imposta fondiaria in Svizzera.

nosca con certezza il prezzo effettivo di negoziazione. A tale scopo si ricorre a un processo di valutazione che, partendo da un quesito estimativo, perviene alla determinazione del valore attribuibile a un bene immobiliare attraverso le seguenti fasi (Ferrero, 1996):

- definizione della finalità della valutazione;
- individuazione della metodologia valutativa più appropriata e applicazione dei criteri di stima del valore;
- verifica dei risultati.

Il punto di arrivo dell'attività di valutazione è la stima del valore di un bene: in senso lato il termine "valutazione" incorpora un giudizio di equivalenza tra un bene (oggetto di stima) e una quantità di moneta (unità di misura), date certe condizioni e in un certo intervallo temporale. Valutare un bene significa quindi esprimerne il valore mediante una quantità di moneta: per tale ragione si comprende facilmente perché la scelta della definizione stessa di valore assume primaria importanza.

L'attività di valutazione è finalizzata alla determinazione del valore economico del bene³, tuttavia tale caratterizzazione ancora non è ben precisa e si preferisce perciò utilizzare la definizione di valore di mercato: *"l'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni"*⁴, ossia il prezzo che si potrebbe ottenere sul mercato in condizioni definite "normali". Con l'espressione condizioni normali generalmente ci si riferisce a due elementi: innanzitutto, la vendita deve essere coadiuvata da pubblicità, per cui si devono pubblicare annunci e/o un intermediario immobiliare deve aver ricevuto mandato per la vendita. In secondo luogo, occorre che l'immobile sia messo in vendita per un periodo di tempo "ragionevole". Tale periodo di tempo varierà in funzione del punto del ciclo immobiliare in cui ci si trova, ma è necessario affinché il prezzo di transazione corrisponda a un vero prezzo di mercato. Questo secondo elemento è funzione della ridotta liquidità dell'immobiliare, discussa nel *Capitolo 1*.

L'utilizzo del valore di mercato impone quindi la presenza di alcuni presupposti:

3. Esistono altre definizioni di valore, costruite secondo finalità diverse: valore di libro, valore di rimpiazzo, valore di liquidazione, valore assicurabile, valore ipotecabile, valore cauzionale, valore di investimento, valore di corrente utilizzo, valore di trasformazione e valore di mercato.

4. Definizione adottata da RICS (2009).

- un mercato competitivo e aperto;
- il verificarsi delle condizioni di vendita regolarmente richieste;
- prudenza da parte del venditore e del compratore;
- diffusione e conoscenza di tutte le informazioni disponibili;
- assenza di incentivi o vincoli.

In casi meno frequenti, la valutazione riconduce non al valore di mercato, ma al costo di sostituzione dell'immobile (valore assicurativo) o al valore imponibile (valore fiscale). Il valore assicurativo rappresenta generalmente un valore a nuovo dell'edificio, dove il valore del terreno non rientra nel calcolo.

Diversa ancora è la definizione di valore di investimento, in quanto rappresenta un valore soggettivo riferito a uno specifico soggetto e funzione di elementi particolari (es. il costo del capitale dell'investitore, la capacità di finanziamento, le previsioni circa i benefici economici futuri in funzione delle proprie capacità gestionali ecc.).

Il capitolo si apre con un inquadramento delle principali metodologie di valutazione, per poi procedere con la descrizione dettagliata di ognuna di esse. In particolare viene presentato un esempio di applicazione della metodologia economica con l'evidenza di tutti i necessari passaggi. Infine, viene approfondita la differenza tra valore di mercato e valore di investimento.

www.hoesli-morri.it

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 Monteluca, 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

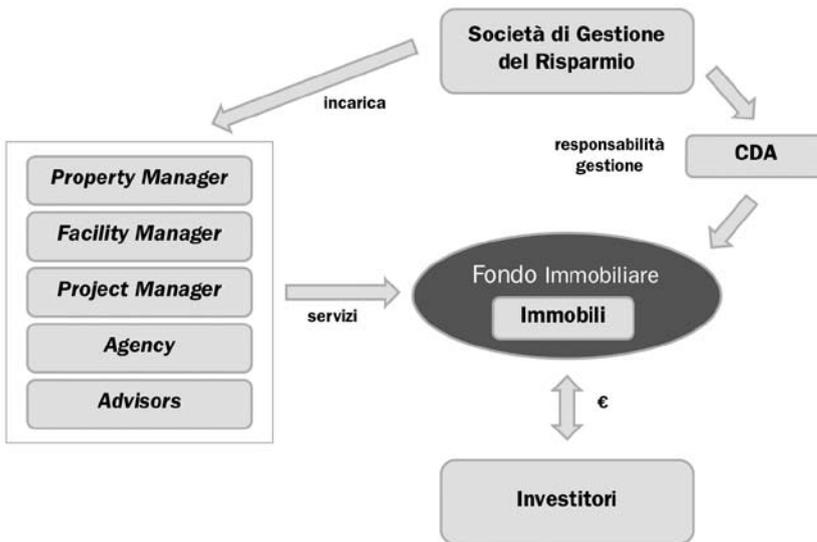


Figura 4.1 I soggetti coinvolti nella gestione di un fondo immobiliare

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.

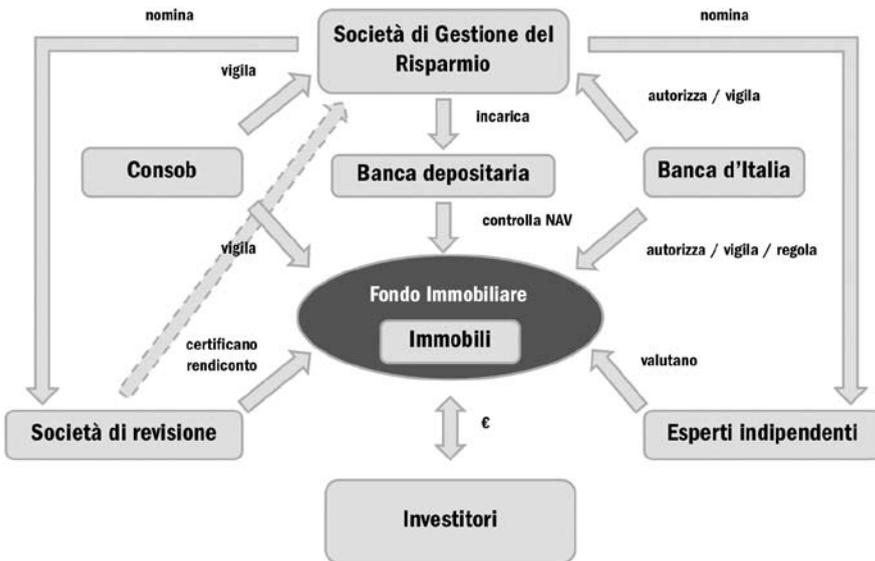


FIGURA 4.2 Il controllo di un fondo immobiliare

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.

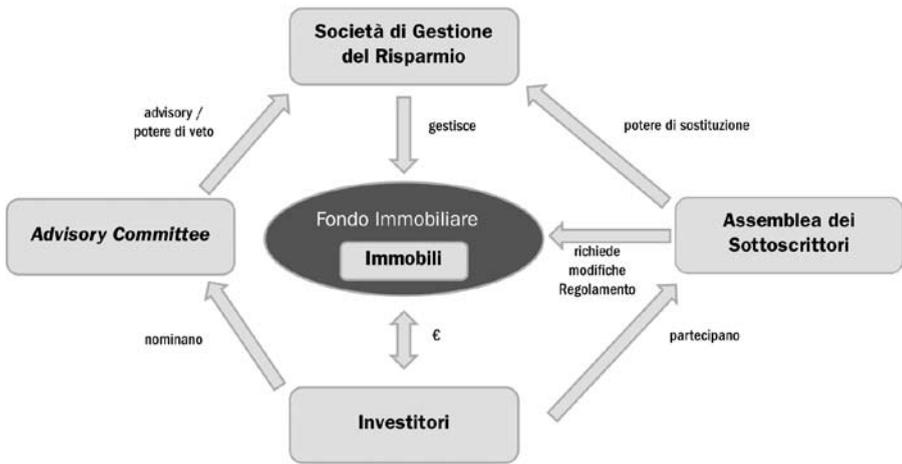


FIGURA 4.3 La *governance* di un fondo immobiliare

4.6.3.1 *Assemblea dei Sottoscrittori*

L'assemblea dei sottoscrittori (definita anche "assemblea dei partecipanti") concentra 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 reintrodotto 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. Provigioni 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	

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

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).

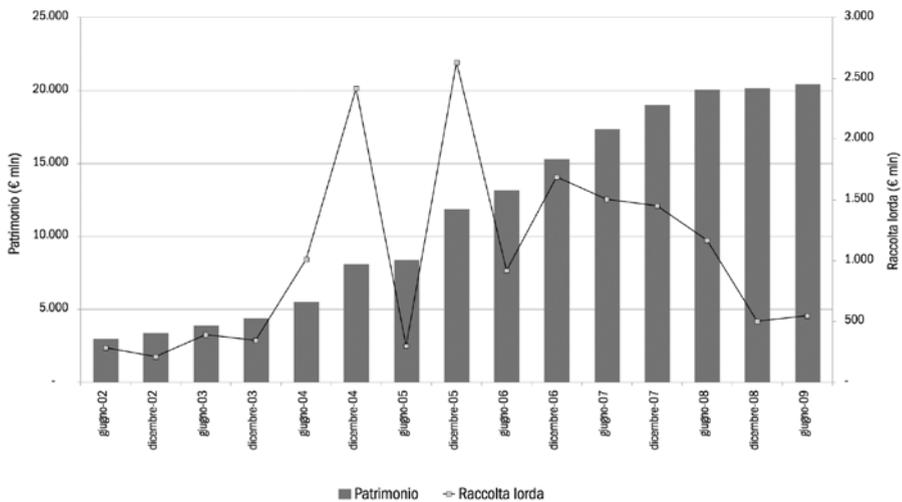


FIGURA 4.5 Raccolta e patrimonio dei fondi immobiliari italiani

Fonte: Assogestioni – IPD.

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

- 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).

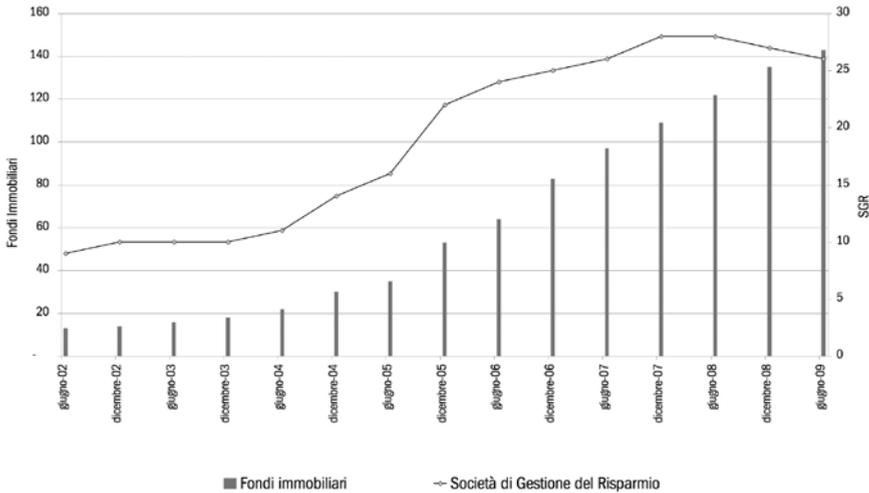


FIGURA 4.6 Numero di SGR e di fondi operativi

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).

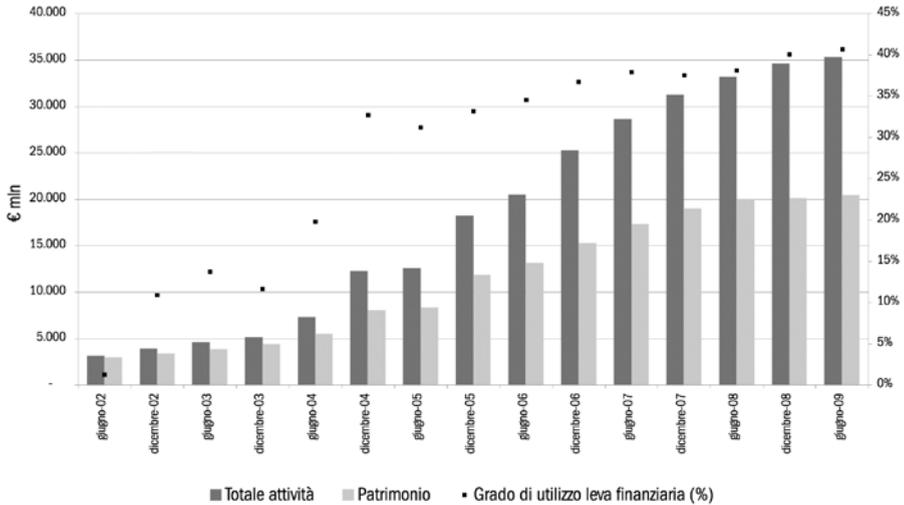


FIGURA 4.7 Patrimonio, attività e grado di utilizzo della leva finanziaria
Fonte: Assogestioni - IPD.

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).

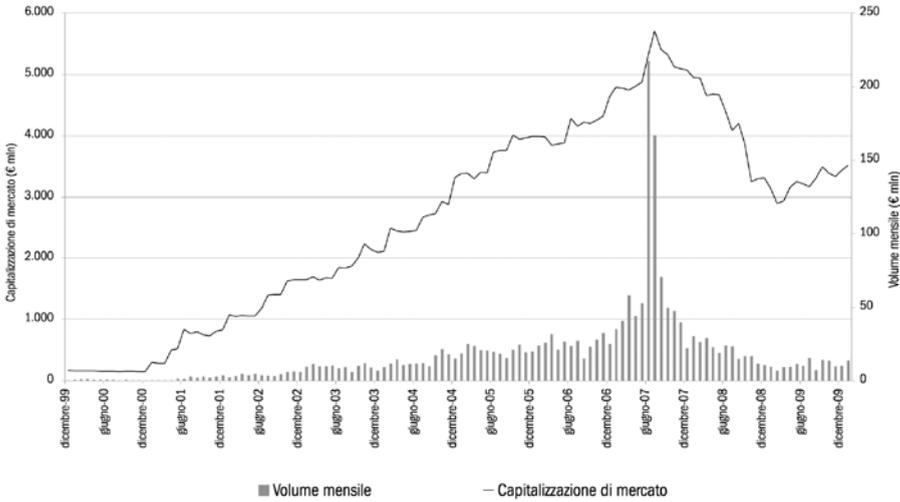


FIGURA 4.8 Volume mensile e capitalizzazione di mercato dei fondi quotati 
 Fonte: BNP Paribas REIM.

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).

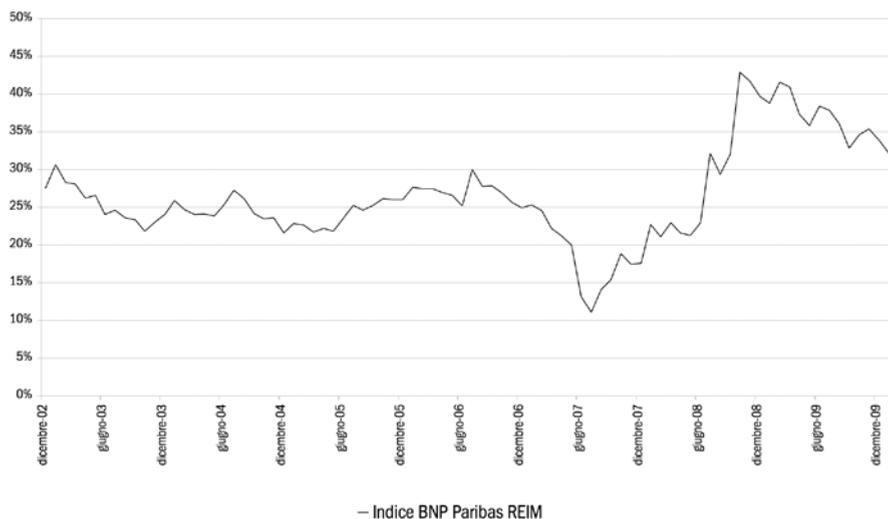


FIGURA 4.9 Andamento dello Sconto sul NAV medio 
Fonte: BNP Paribas REIM.

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%
Immobiliium 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.

SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE QUOTATE*

5.1 INTRODUZIONE

Un investimento in *property company* consente agli investitori attirati da un orizzonte di lungo termine, da un *dividend yield* stabile e da una potenziale rivalutazione degli *asset* in portafoglio di beneficiare degli investimenti in immobili, sopportando rischi minori rispetto a un investimento diretto.

Nei diversi ordinamenti l'investimento indiretto è stato favorito mediante agevolazioni fiscali, generalmente attraverso la trasparenza o la ridotta tassazione di veicoli di investimento che presentano particolari caratteristiche: i REITs (*Real Estate Investment Trust*). In realtà, i REITs nascono originariamente negli Stati Uniti nel 1960, ma il nome si mantiene a indicare veicoli con tali caratteristiche principali anche in altri ordinamenti: oggi sono presenti nella maggior parte dei Paesi economicamente più avanzati.

Anche se ogni normativa nazionale prevede regole diverse, i REITs possono essere definiti come società di investimento immobiliare, spesso quotate, che svolgono in modo prevalente l'attività di investimento immobiliare e che sono caratterizzate da trasparenza fiscale¹ e dall'obbligo di distribuzione della maggior parte degli utili (solitamente dall'80% al 100%) sotto forma di dividendi che saranno tassati direttamente in capo agli investitori.

* Paolo Benedetto ha contribuito alla realizzazione di questo capitolo.

1. In generale un regime di trasparenza fiscale è un sistema di tassazione delle società che consente di imputare gli utili o le perdite delle società a ciascun socio (in base alla propria aliquota personale), in proporzione alla propria quota di possesso.

Ad esempio, per ottenere lo stato di US REITs, è necessario che una società:

- investa oltre il 75% dell'attivo in immobili, diritti reali immobiliari, strumenti di liquidità e titoli pubblici;
- generi oltre il 75% dell'utile lordo da operazioni immobiliari e oltre il 95% del reddito dall'attività immobiliare;
- distribuisca almeno il 90% degli utili;
- le sue quote siano sufficientemente diffuse tra gli investitori (minimo 100);
- le sue quote non siano concentrate tra pochi investitori (non più del 50% del capitale può essere detenuto dai primi cinque investitori).

Il primo Paese europeo a introdurre i REITs è stata l'Olanda, con l'introduzione degli FBI (*Fiscale Beleggings-Instelling*) nel 1969, seguita dal Belgio nel 1995. Più recentemente (nel 2003) la Francia ha introdotto le SIIC (*Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées*), oggi regolate dalla normativa SIIC4 risalente al 2007. Contemporaneamente all'introduzione delle SIIQ in Italia, Regno Unito e Germania hanno introdotto rispettivamente gli UK REITs e i G-REITs; infine, la Spagna ha introdotto il regime nel 2009, portando così a 10 i Paesi europei dotati di strumenti *REITs-like*.

In Italia il regime è stato introdotto nel 2007² con le Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ), che rappresentano un veicolo fiscalmente avvantaggiato rispetto a una normale *property company*.

Si tratta essenzialmente di società immobiliari quotate, specializzate nel settore delle locazioni, che beneficiano di agevolazioni fiscali rispettando determinati requisiti fissati dalla normativa. In particolare, hanno la possibilità di adottare un sistema di tassazione connotato dalla trasparenza fiscale, in virtù del quale i redditi derivanti dalle attività di locazione immobiliare non sono assoggettati a imposizione IRES e IRAP in capo alla società, ma direttamente e integralmente in capo ai soci della stessa sotto forma di ritenuta a titolo di acconto (per i soggetti imprenditori) o a titolo di imposta (per gli altri soggetti). Allo stesso modo sono trattati anche i dividendi percepiti dalle partecipazioni in altre SIIQ o in società di investimento immobiliari non quotate (SIINQ)³ che hanno a loro volta optato per il regime di esenzione.

La finalità della disciplina delle SIIQ è la promozione e lo sviluppo del mercato immobiliare italiano, accrescendone la trasparenza e aumentandone la competitività nei confronti degli altri Paesi europei in termini di capacità

2. Legge Finanziaria 2007, legge 27 dicembre 2006, n. 296.

3. Si veda il successivo *Paragrafo 5.4*.

di attirare capitale finalizzato all'investimento immobiliare. Le SIIQ possono favorire un allargamento del settore immobiliare quotato e una crescita del numero e delle dimensioni degli operatori immobiliari che operano secondo criteri di trasparenza ed efficienza paragonabili a quelli dei mercati più evoluti. Infine, sono uno strumento in più rispetto a fondi o cartolarizzazioni per le operazioni di dismissione da parte di assicurazioni, banche, casse di previdenza, società industriali ed enti pubblici che possiedono ingenti portafogli immobiliari, ma che operano in settori diversi da quello immobiliare.

Dopo un breve inquadramento giuridico, il capitolo si apre con una descrizione dei principali elementi del regime delle SIIQ, soffermandosi in particolare sui requisiti di natura soggettiva, oggettiva, statutaria e della struttura partecipativa richiesti per adottare il regime speciale. In seguito vengono affrontati in modo dettagliato anche l'obbligo di quotazione in Borsa, il trattamento fiscale dei dividendi e delle plusvalenze e il trattamento dei conferimenti di immobili. Il capitolo prosegue quindi con un'analisi comparativa tra i due strumenti di investimento indiretto immobiliare in Italia, SIIQ e fondi immobiliari, per poi concludersi con l'identificazione delle criticità che sino a oggi hanno frenato l'adozione del regime.

INDICI IMMOBILIARI

6.1 INTRODUZIONE

Per le diverse *asset class* (azioni, obbligazioni, immobiliare ecc.) sono necessari indici di prezzo per calcolare i rendimenti periodici, che comprendono sia il rendimento immediato sia il rendimento da variazione del valore capitale di ciascuna *asset class*. Sulla base di tali rendimenti periodici è possibile calcolare il rendimento medio e la deviazione standard (cioè una misura del rischio) degli *asset* e la misurazione del grado di correlazione tra le diverse *asset class*. Grazie a questi parametri è possibile esaminare la diversificazione ottimale di un portafoglio tra le *asset class* (si veda il *Capitolo 7*); anche per altre finalità è necessaria la conoscenza dei rendimenti periodici per ciascuna *asset class*, come le analisi di *benchmarking*, cioè del confronto tra la *performance* di un portafoglio e quella di un indice di riferimento, oppure dello studio della capacità di un'*asset class* di proteggere dall'inflazione¹. Nell'immobiliare residenziale, le analisi dell'eventuale esistenza di una bolla speculativa si basano spesso su un confronto tra il livello dei prezzi e dei fondamentali dell'immobiliare, misurati mediante le locazioni o il reddito disponibile delle famiglie².

Generalmente la frequenza di calcolo dei rendimenti periodici in ambito immobiliare è trimestrale o addirittura annuale. Si stima, infatti, che frequenze di calcolo più elevate siano difficilmente giustificabili, vista l'insufficiente liquidità

1. A tale proposito si veda Hoesli, Lizieri e MacGregor (2008).

2. Si veda Black, Fraser e Hoesli (2006) per uno studio riguardante il Regno Unito e Fraser, Hoesli e McAlevey (2008) per un'analisi della Nuova Zelanda. Una ricerca di Credit Suisse (2005) fornisce informazioni sul numero di redditi annuali necessari ad acquistare una casa indipendente e un appartamento in condominio in Svizzera nel periodo 1985-2004.

dei mercati immobiliari: per analogia con un principio ampiamente utilizzato nel campo delle comunicazioni, l'indice in tal caso comprenderebbe una percentuale troppo rilevante di rumore rispetto alla debolezza del segnale emesso.

Analizzare l'evoluzione dei prezzi dei valori mobiliari (azioni e obbligazioni) non pone particolari problemi, essendo oggetto di numerose transazioni su mercati organizzati (le Borse), ed è possibile conoscerne l'evoluzione del prezzo anche in tempo reale. Per conoscere l'evoluzione di tali mercati, basta costruire un indice in base a tutti i titoli quotati o a un campione di titoli che si ritiene rappresentativo del mercato. Tale indice potrà quindi essere la base di studi finalizzati, per esempio, a confrontare tra loro i vari mercati borsistici o a confrontare la *performance* delle diverse *asset class*.

Cogliere l'evoluzione dei valori immobiliari è invece decisamente più difficile a causa di alcune caratteristiche dei beni e dei mercati (presentate nel *Capitolo 1*). In effetti, i beni immobiliari sono raramente oggetto di transazione: si dispone quindi solo di pochissime informazioni sui prezzi delle proprietà immobiliari, effetto accentuato dalla scarsa trasparenza del mercato immobiliare. Il più delle volte, infatti, le transazioni sono caratterizzate da una certa riservatezza, per cui risulta difficile ottenere informazioni. Infine, le informazioni ottenibili riguardo a transazioni immobiliari non sono sempre affidabili, perché in taluni casi i prezzi pubblicati possono discostarsi dagli importi effettivamente scambiati (controprestazioni, scambi di terreni, trasferimenti di costi o addirittura pagamenti non dichiarati).

Il numero limitato di transazioni immobiliari non costituirebbe tuttavia un problema tanto spinoso se i beni immobiliari oggetto di transazione fossero tra loro facilmente comparabili. Tale confronto risulta in realtà difficile a causa delle caratteristiche molto diverse dei beni immobiliari, vale a dire della loro elevata eterogeneità. In effetti non è possibile confrontare il prezzo di un'abitazione di 150 m² situata a un piano alto di un immobile di prestigio edificato recentemente con quello di un'abitazione di pari superficie in un immobile vetusto costruito in un quartiere degradato. La differenza qualitativa tra due immobili può essere anche maggiore di quella dell'esempio precedente: possono esserci differenze nella destinazione d'uso, nella superficie, nell'orientamento ecc. Come si vedrà nel presente capitolo, può essere utile considerare le caratteristiche degli immobili o lo stesso campione di immobili nel corso del tempo.

Nel presente capitolo si analizzano le diverse modalità di costruzione di indici immobiliari di prezzo o di *performance*, senza trattare altri indicatori che possono essere utilissimi per capire meglio l'evoluzione dei mercati, come gli indici delle locazioni, gli indici dei costi di costruzione o delle misurazioni dei tassi di sfritto. Il paragrafo seguente è dedicato a una prima classificazione degli

indici; successivamente sarà trattata la modalità di costruzione di indici per immobili commerciali e verranno poi presentati i diversi metodi per costruire degli indici in ambito immobiliare residenziale. Infine, sarà esaminata la pertinenza dell'utilizzo di informazioni relative all'evoluzione del mercato immobiliare indiretto come indicatore dell'evoluzione del mercato immobiliare.

RUOLO DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE IN UN PORTAFOGLIO

7.1 INTRODUZIONE

Nel presente capitolo si analizza il ruolo degli investimenti immobiliari nella diversificazione di un portafoglio composto da diverse *asset class*. In altri termini, si esaminerà se l'introduzione di beni immobiliari in un portafoglio ha un impatto positivo sul rendimento e/o sul rischio, con particolare attenzione all'allocazione ottimale di investimenti immobiliari.

Tale problematica riveste un'importanza fondamentale nella gestione dei portafogli di investitori istituzionali che, spesso di grandi dimensioni, devono essere ottimizzati tenendo conto dei vincoli legali e regolamentari. Gli investimenti immobiliari dovrebbero essere previsti *a priori* da questi investitori, tanto più che alcune loro caratteristiche, come il valore unitario elevato e la mancanza di liquidità, non dovrebbero porre problemi insormontabili, data la dimensione dei portafogli gestiti.

Questa problematica è però altrettanto importante anche per altri investitori: per esempio, si è osservata una tendenza abbastanza accentuata delle aziende a esternalizzare il patrimonio immobiliare, cioè a non mantenere più i beni immobiliari in bilancio. Tale scelta corrisponde alla decisione di concentrarsi sull'attività principale dell'azienda, che ha un impatto sulla *performance*. Si considera anche il caso delle famiglie per le quali la decisione di acquistare un immobile rappresenta spesso una delle decisioni finanziarie più importanti: è essenziale conoscerne l'impatto sulla *performance* del loro portafoglio, tenendo conto di tutti i parametri, quali in particolare l'indebitamento e la fiscalità.

Nel capitolo si descrive quindi la diversificazione ottimale tra le diverse *asset class* (prevalentemente azioni, obbligazioni e immobili), definita *inter-asset diversification* (allocazione strategica di un portafoglio) e si affronta in breve anche la diversificazione della componente immobiliare di un portafoglio, definita *intra-asset diversification* (allocazione tattica di un portafoglio).

Lo studio del ruolo dell'investimento immobiliare nella diversificazione di un portafoglio deve rivolgere particolare attenzione alle eventuali distorsioni che possono derivare dall'utilizzo di un certo indice per studiare l'evoluzione dei prezzi sul mercato immobiliare (sul tema si veda il *Capitolo 6*). Inoltre, è opportuno ragionare su periodi relativamente lunghi che dovrebbero includere almeno un ciclo di mercato completo per tutte le *asset class*. Infine, è utile anche un confronto internazionale, soprattutto per testare la solidità delle conclusioni precedenti.

Dal punto di vista metodologico, questo capitolo si basa in gran parte sul concetto di frontiera efficiente, cioè le combinazioni di *asset* efficienti dal punto di vista del criterio media-varianza. Un portafoglio si dice efficiente se non esiste un altro portafoglio che, per un pari livello di rischio, ha un rendimento superiore o, in maniera equivalente, un rischio minore per un dato rendimento. Si costruiscono due frontiere efficienti, una contenente solo *asset* mobiliari e l'altra contenente *asset* mobiliari e immobiliari, e si analizza il divario esistente tra le due frontiere: più è accentuato, più importante è il ruolo dei beni immobiliari nella diversificazione di un portafoglio.

Il capitolo inizia con una breve presentazione dei concetti teorici utilizzati per l'analisi di tale problematica. Saranno poi esaminati il rendimento medio e il rischio degli investimenti immobiliari, procedendo a un confronto con le caratteristiche di rendimento e di rischio delle azioni e delle obbligazioni. Nel paragrafo successivo si analizza il grado di correlazione esistente tra i rendimenti dell'immobiliare e quelli delle altre *asset class*. Si utilizzeranno tutti i parametri necessari a esaminare frontiere efficienti che permettono di analizzare il ruolo degli immobili nella diversificazione di un portafoglio e la ponderazione ottimale dell'immobiliare in un portafoglio. Nell'ultimo paragrafo, si confronteranno l'allocazione suggerita dagli studi scientifici e l'allocazione effettiva degli investitori istituzionali e si analizzeranno alcune possibili cause del divario tra tali tipologie di allocazioni.

A B B R E V I A Z I O N I

- ALM: *Asset Liability Management*
ANIA: Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici
APT: *Arbitrage Pricing Theory*
AUM: *Asset Under Management*
CAPM: *Capital Asset Pricing Model*
CAR: *Capital Appreciation Return*
CBD: *Central Business District*
CDA: Consiglio di Amministrazione
CGR: *Capital Growth Rate*
CIFI: *Centre d'Information et de Formation Immobilières*
CME: *Chicago Mercantile Exchange*
CONSOB: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
COVIP: Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione
CVI: *Current Value Indicator*
EBIT: *Earnings Before Interests and Taxes*
EBT: *Earnings Before Tax*
EPRA: *European Public Real Estate Association*
ERV: *Estimated Rental Value*
EURIBOR: *Euro Interbank Offered Rate*
FBI: *Fiscale Beleggings-Instelling*
FHFA: *Federal Housing Finance Agency*
FNAIM: *Fédération Nationale de l'Immobilier*
FTSE: *Financial Times Stock Exchange*
GAV: *Gross Asset Value*
GICR: *Going In Cape Rate*
GIM: *Gross Income Multiplier*
GIS: *Geographic Information Systems*
GOCR: *Going Out Cape Rate*

GPR: *Global Property Research*
 GPR GPS: *GPR General Property Securities*
 IAS: *International Accounting Standards*
 ICI: Imposta Comunale sugli Immobili
 IEIF: *Institut de l'Épargne Immobilière & Foncière*
 IEW: *Indice Equally-Weighted*
 IFRS: *International Financial Reporting Standards*
 IMI: *Indice di Intensità del Mercato Immobiliare*
 INREV: *European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Funds*
 INVIM: *Imposta sull'Incremento di Valore degli Immobili*
 IPC: *Indice dei Prezzi al Consumo*
 IPD: *Investment Property Databank*
 IPW: *Indice Price-Weighted*
 IR: *Internal Return*
 IRAP: *Imposta Regionale sulle Attività Produttive*
 IRES: *Imposta sul Reddito delle Società*
 IRPEF: *Imposta sul Reddito delle Persone Fisiche*
 IRR (TIR): *Internal Rate of Return (Tasso Interno di Rendimento)*
 ISI: *Indice Scenari Immobiliari*
 ISTAT: *Istituto nazionale di statistica*
 IVA: *Imposta sul Valore Aggiunto*
 IVW: *Indice Value-Weighted*
 KGAST: *Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen*
 LIBOR: *London Interbank Offered Rate*
 LTV: *Loan to Value*
 Mef: *Ministero dell'Economia e delle Finanze*
 MiFID: *Markets in Financial Instruments Directive (Direttiva 2004/39/CE)*
 MIT: *Massachusetts Institute of Technology*
 MIV: *Mercato degli Investment Vehicles*
 MSCI: *Morgan Stanley Capital International*
 MTA: *Mercato Telematico Azionario*
 MTF: *Mercato Telematico dei Fondi*
 NAV: *Net Asset Value*
 NCREIF: *National Council of Real Estate Investment Fiduciaries*
 NOI: *Net Operating Income*
 NPI: *NCREIF Property Index*
 NPV (VAN): *Net Present Value (Valore Attuale Netto)*
 NTN: *Numero di Transazioni Normalizzate*
 OICR: *Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio*

OICVM: Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari
OMI: Osservatorio Mercato Immobiliare dell'Agenda del Territorio
PIL: Prodotto Interno Lordo
REIC: *Real Estate Investment Companies*
REIT: *Real Estate Investment Trust*
RI: Rivalutazione Immobiliare
RICS: *Royal Institution of Chartered Surveyors*
ROA: *Return on Asset*
ROE: *Return on Equity*
RR: Rendimento Richiesto
SAII: Società Anonime di Investimento Immobiliare
SGR: Società di Gestione del Risparmio
SICAV: Società di Investimento a Capitale Variabile
SIIC: *Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées*
SIINQ: Società di Investimento Immobiliare Non Quotate
SIIQ: Società di Investimento Immobiliare Quotate
SIFM: *Scottish International Fund Managers*
SLP: Superficie Lorda di Pavimento
SPAR: *Sale Price to Appraisal Ratio*
SWX: *Swiss Exchange*
TBI: *Transactions-Based Index*
TIR (IRR): Tasso Interno di Rendimento (*Internal Rate of Return*)
TR: *Total Return*
TUB: Testo Unico Bancario (d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385)
TUF: Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)
TUIR: Testo Unico in Materia di Imposte sui Redditi (d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917)
UT: Utilizzazione Territoriale
VA: Valore Attuale
VAN: Valore Attuale Netto (*Net Present Value*)
WACC: *Weighted Average Cost Of Capital*

B I B L I O G R A F I A

Sul sito internet www.hoesli-morri.it è disponibile la Bibliografia interattiva con possibilità di consultare e scaricare alcuni degli studi citati.

Aberdeen Property Investors, 2007, *European Property Market Outlook*, Autunno 2007, Aberdeen Property Investors, Investment Strategy, Bruxelles.

ACCETTA, G., 1998, "Supporting Capitalization Rates", *Appraisal Journal*, Ottobre.

ADAIR, A., M. L. DOWNIE, S. MCGREAL E G. VOS (a cura di), 1996, *European Valuation Practice*, E & FN Spon, Londra.

Appraisal Institute, 2001, *The Appraisal of Real Estate*, 12ª edizione, Appraisal Institute, Chicago, IL (Stati Uniti).

Appraisal Institute, 2002, *The Dictionary of Real Estate Appraisal*, 4ª edizione, Appraisal Institute Chicago, IL (Stati Uniti).

Assogestioni, 2008, *Analisi comparativa fondi – SIIQ*.

Assogestioni – IPD, *Rapporto Semestrale Fondi Immobiliari Italiani*, Giugno 2009.

AZIZ, N., A. BENDER E M. HOESLI, 2005, "Évaluation immobilière par les DCF", *L'Expert-comptable suisse*, Vol. 79, N° 5, pp. 345-355.

Banca d'Italia, 2008, *La ricchezza delle famiglie italiane Anno 2007*, Anno XVIII - Numero 76 - 18 Dicembre 2008.

Banca d'Italia, 2009, *Relazione Annuale 2008*.

Banque Nationale Suisse, 2007, *Bulletin mensuel de statistiques économiques*, Gennaio, Banque Nationale Suisse, Zurigo.

BARBER A.M., 1992, *Understanding direct capitalization*, The Canadian Appraiser.

BARKHAM, R. E D. GELTNER, 1995, "Price discovery in American and British property markets", *Real Estate Economics*, Vol. 23, N° 1, pp. 21-44.

BAUM, A., 2001, "Evidence of cycles in European commercial real estate markets – and some hypotheses", in *A Global Perspective on Real Estate Cycles*, Brown, S. J. e C. H. Liu (A cura di), Capitolo 6, pp. 103-115, Kluwer, Boston (Stati Uniti).

BLACK, A., P. FRASER E M. HOESLI, 2006, "House prices, fundamentals and bubbles", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, N° 9-10, pp. 1535-1555.

BOND, S. E S. HWANG, 2003, "A measure of fundamental volatility in the commercial property market", *Real Estate Economics*, Vol. 31, N° 4, pp. 577-600.

BOND, S. A., S. HWANG, Z. LIN E K. D. VANDELL, 2007, "Marketing period risk in a portfolio context: theory and empirical estimates from the UK commercial real estate market", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 34, N° 4, pp. 447-461.

BOND, S., S. HWANG E K. RICHARDS, 2006, "Optimal allocation to real estate incorporating illiquidity risk", *Journal of Asset Management*, Vol. 7, N° 1, pp. 2-16.

BOND, S. E K.-K. WANG, 2005, "The impact of cell phone towers on house prices in residential neighborhoods", *Appraisal Journal*, Vol. 73, N° 3, pp. 256-277.

BOOTH, P., 2002, "Real estate investment in an asset/liability modeling context", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 8, N° 3, pp. 183-198.

BOOTH, P.M., G. MARCATO, 2004, "The dependency between returns from direct real estate and returns from real estate shares", *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 22, Issue 2, April, Pag. 147 – 161.

BOSTIC, R. W., S. D. LONGHOFER E C. L. REDFEARN, 2007, "Land leverage: decomposing home price dynamics", *Real Estate Economics*, Vol. 35, N° 2, pp. 183-208.

BOURASSA, S. C. E M. HOESLI, 2010, "Why do the Swiss rent?", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 3, N° 3, in pubblicazione.

BOURASSA, S.C., M. HOESLI E D. SCOGNAMIGLIO, 2010, "Housing finance, prices, and tenure in Switzerland", *Journal of Real Estate Literature*, in pubblicazione.

BOURASSA, S.C., M. HOESLI, D. SCOGNAMIGLIO E P. SORMANI, 2008, "Constant-quality house price indexes for Switzerland", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol. 144, N° 4, pp. 561-575.

BOURASSA, S.C., M. HOESLI E J. SUN, 2004, "What's in a view?", *Environment and Planning A*, Vol. 36, N° 8, pp. 1427-1450.

BOURASSA, S.C., M. HOESLI E J. SUN, 2005, "The price of aesthetic externalities", *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 13, N° 2, pp. 165-188.

BOURASSA, S. C., M. HOESLI E J. SUN, 2006, "A simple alternative house price index method", *Journal of Housing Economics*, Vol. 15, N° 1, pp. 80-97.

BOYDELL S., 1998, *An analysis of the investment appraisal of enclosed regional shopping centres - an Australian perspective*, Liverpool John Moore University.

BOYLE, M. A. E K. A. KIEL, 2001, "A survey of house price hedonic studies of the impact of environmental externalities", *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 9, N° 2, pp. 117-144.

BREALEY A. E S. MYERS, 2003, *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill.

BROUNEN, D., H. OP 'T VELD E V. RAITIO, 2007, "Transparency in the European non-listed real estate funds market", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 13, N° 2, pp. 107-117.

BROWN, G. R. E G. A. MATYSIAK, 2000, *Real Estate Investment – A Capital Market Approach*, Financial Times Prentice Hall, Harlow (Regno Unito).

BRUEGGEMAN, W. B. E J. D. FISHER, 2004, *Real Estate Finance and Investments*, 10ª edizione, McGraw-Hill/Irwin, New York.

BÜCHEL, S. E M. HOESLI, 1995, "A hedonic analysis of rent and rental revenue in the subsidised and unsubsidised housing sectors in Geneva", *Urban Studies*, Vol. 32, N° 7, pp. 1199-1213.

CACCIAMANI, C., 2003, *Il rischio immobiliare. Una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, EGEA.

CASE, B., W. N. GOETZMANN E S. WACHTER, 1997, "The global commercial property market cycles: a comparison across property types", *working paper* presentato al 6° AREUEA Annual Meeting, Università della California a Berkeley (Stati Uniti).

CASE, B., H. O. POLLAKOWSKI E S. M. WACHTER, 1991, "On choosing among house price index methodologies", *AREUEA Journal*, Vol. 19, N° 3, pp. 286-307.

CASE, K. E. E R. J. SHILLER, 1987, "Prices of single-family homes since 1970: new indexes for four cities", *New England Economic Review*, Settembre/Ottobre, pp. 45-56.

CASE, K. E. E R. J. SHILLER, 1989, "The efficiency of the market for single-family homes", *American Economic Review*, Vol. 79, N° 1, pp. 125-137.

CAUCHIE, S., 2005, *Fonds immobiliers suisses: évaluation et intégration avec les marchés financiers*, Tesi di dottorato N° 595, Università di Ginevra, Facoltà delle Scienze Economiche e Sociali.

CAUCHIE, S. E M. HOESLI, 2006, "Les fonds de placement immobiliers reflètent-ils le marché direct?", *L'Expert-comptable suisse*, Vol. 80, N° 3, pp. 171-178.

CAULEY, S. D., A. D. PAVLOV E E. S. SCHWARTZ, 2007, "Homeownership as a constraint on asset allocation", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 34, N° 3, pp. 283-311.

CBRE/IPD, 2007, *European Shopping Centre Digest 2007*, novembre 2007, CB Richard Ellis e IPD, Londra.

CHAUDHRY, M. K., F. C. N. MYER E J. R. WEBB, 1999, "Stationarity and cointegration in systems with real estate and financial assets", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 18, N° 3, pp. 339-349.

CHENG, P. E. M. L. WOLVERTON, 2001, "MPT and the downside risk framework: a comment on two recent studies", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7, N° 2, pp. 125-131.

CHUN, G. H., B. A. CIOCHETTI E J. D. SHILLING, 2000, "Pension-plan real estate investment in an asset-liability framework", *Real Estate Economics*, Vol. 28, N° 3, pp. 467-491.

CLAPHAM, E., P. ENGLUND, J. M. QUIGLEY E C. L. REDFEARN, 2006, "Revisiting the past and settling the score: index revision for house price derivatives", *Real Estate Economics*, Vol. 34, N° 2, pp. 275-306.

CLAPP, J. M. E C. GIACCOTTO, 1992a, "Estimating price indices for residential property: a comparison of repeat sales and assessed value methods", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 87, N° 418, pp. 300-306.

CLAPP, J. M. E C. GIACCOTTO, 1992b, "Estimating price trends for residential property: a comparison of repeat sales and assessed value methods", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 5, N° 4, pp. 357-374.

CLAPP, J. M. E C. GIACCOTTO, 1998, "Price indices based on the hedonic repeat-sale method: application to the housing market", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 16, N° 1, pp. 5-26.

CLAPP, J. M. E C. GIACCOTTO, 1999, "Revisions in repeat-sales price indexes: here today, gone tomorrow?", *Real Estate Economics*, Vol. 27, N° 1, pp. 79-104.

CLAYTON, J. E. G. MACKINNON, 2003 "The relative importance of stock, bond and real estate factors in explaining REIT returns", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 27, N° 1, pp. 39-60.

Colliers International, 2007, *Global Office Real Estate Review 2007*.

COLWELL, P. F. E G. DILMORE, 1999, "Who was first? An examination of an early hedonic study", *Land Economics*, Vol. 75, N° 4, pp. 620-626.

CONOVER, C. M., H. S. FRIDAY E G. S. SIRMANS, 2002, "Diversification benefits from foreign real estate investments", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 8, N° 1, pp. 17-25.

CONSOB, 2005, *I principali prodotti derivati. Elementi informativi di base*, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Aprile 2005, p. 33.

COVIP, 2008, *Relazione per l'anno 2007*.

CRAFT, T. M., 2005, "How funding ratios affect pension plan portfolio allocations", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 11, N° 1, pp. 29-36.

Credit Suisse, 2005, *Une bulle immobilière en Suisse?*, Credit Suisse Economic Research Spotlight, 5 dicembre 2005.

CROSBY, N. E. P. MCALLISTER, 2004, "Deconstructing the transaction process: an analysis of fund transaction data", Lizieri, C. (Editore), *Liquidity in Commercial Property Markets: Research Findings*, pp. 22-39, Investment Property Forum, Londra.

DAMODARAN, A., 2001, *Finanza Aziendale*, Apogeo.

DES ROSIERS, F., 2002, "Power lines, visual encumbrance and house values: a microspatial approach to impact measurement", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 23, N° 3, pp. 275-301.

DI PASQUALE, D. E. D. WHEATON, 1996, *Urban economics and real estate markets*, Engelwood Cliffs NJ: Prentice Hall.

DTZ Consulting & Research, 2006, *Money into Property: Global 2006 Overview*, Agosto 2006, DTZ, Londra.

DTZ Research, 2006, *Money into Property: Europe 2006 Overview*, Maggio 2006, DTZ, Londra.

DTZ Research, 2007, *Money into Property 2007*, Agosto 2007, DTZ, Londra.

EICHHOLTZ, P. M. A., 1996, "Does international diversification work better for real estate than for stocks and bonds?", *Financial Analysts Journal*, Vol. 52, N° 1, pp. 56-62.

EICHHOLTZ, P. M. A., 1997, "A long run house price index: the Herengracht index", *Real Estate Economics*, Vol. 25, N° 2, pp. 175-192.

EICHHOLTZ, P., M. HOESLI, B. MACGREGOR E N. NANTHAKUMARAN, 1995, "Real estate portfolio diversification by property type and region", *Journal of Property Finance*, Vol. 6, N° 3, pp. 39-59.

EICHHOLTZ, P., R. HUISMAN, K. KOEDIJK E L. SCHUIN, 1998, "Continental factors in international real estate returns", *Real Estate Economics*, Vol. 26, N° 3, pp. 493-509.

ENGLUND, P., M. HWANG E J. M. QUIGLEY, 2002, "Hedging housing risk", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 24, N° 1/2, pp. 167-200.

ENNIS, R. M. E. P. BURIK, 1991, "Pension fund real estate investment under a simple equilibrium pricing model", *Financial Analysts Journal*, Vol. 47, N° 3, pp. 20-30.

EPRA, 2004, *Best Practices Policy Recommendations*, European Public Real Estate Association, Gennaio 2004, Schiphol (Olanda).

EPRA, 2007, *EPRA Global REIT Survey*, Agosto 2007, European Public Real Estate Association, Schiphol (Olanda).

EPRA, 2008, *FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Monthly Bulletin*, Marzo 2008, European Public Real Estate Association, Schiphol (Olanda).

EPRA, 2009a, *FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Monthly Bulletin*, Maggio 2009, European Public Real Estate Association, Schiphol (Olanda).

EPRA, 2009b, *EPRA Monthly Statistical Bulletin*, Agosto 2009, European Public Real Estate Association, Schiphol (Olanda).

EPRA, 2010, *EPRA Monthly Statistical Bulletin*, Gennaio 2010, European Public Real Estate Association, Schiphol (Olanda).

FABOZZI, F. J., R. J. SHILLER E R. S. TUNARU, 2010, Property derivatives for managing European real estate risk, *European Financial Management*, Vol. 16, N° 1, pp. 8-26.

FAVARGER, P. E P. THALMANN, 2007, *Les secrets de l'expertise immobilière – Prix et valeurs*, Presses polytechniques e universitaires romandes, Losanna.

FERRERO C., 1996, *La valutazione immobiliare*, EGEEA, Milano.

FERRERO C., 2000, *Multisale Cinematografiche e Centri Commerciali*, EGEEA, Milano.

FERRERO C. E G. MORRI, 2004, *Indici nel mercato immobiliare e benchmark di performance*, Finanza Marketing e Produzione, EGEEA.

FISHER, J., D. GATZLAFF D. GELTNER E D. HAURIN, 2003, “Controlling for the impact of variable liquidity in commercial real estate price indices”, *Real Estate Economics*, Vol. 31, N° 2, pp. 269-303.

FISHER, J. D. E D. GELTNER, 2000, “De-lagging the NCREIF index: transaction prices and reverse engineering”, *Real Estate Finance*, Vol. 17, N° 1, pp. 7-22.

FISHER, J., D. GELTNER E H. POLLAKOWSKI, 2007, “A quarterly transactions-based index of institutional real estate investment performance and movements in supply and demand”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 34, N° 1, pp. 5-33.

FISHER, J. D. E Y. LIANG, 2000, “Is sector diversification more important than regional diversification?” *Real Estate Finance*, Vol. 17, N° 3, pp. 35-40.

FISHER, J. E R. MARTIN, 1994, *Income Property Valuation*, Dearbon.

FLAVIN, M. E T. YAMASHITA, 2002, “Owner-occupied housing and the composition of the household portfolio”, *American Economic Review*, Vol. 92, N° 1, pp. 345-362.

- FOCKE, C., 2006, "The development of German open-ended real estate funds", *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 14, N° 1, pp. 39-55.
- FORTE, C. E B. DE ROSSI, 1990, *Principi di Economia ed Estimo*, ETASLIBRI, Milano.
- FRASER, P., M. HOESLI E L. MCALEVEY, 2008, "House prices and bubbles in New Zealand", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 37, N° 1, pp. 71-91.
- FRASER, W. D., C. LEISHMAN E H. TARBERT, 2002, "The long-run diversification attributes of commercial property", *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 20, N° 4, pp. 354-373.
- FRIGGIT, J., 2001, *Prix des logements, produits financiers e gestion des risques*, Economica, Parigi.
- GATZLAFF, D. H. E D. R. HAURIN, 1997, "Sample selection bias and repeat-sales index estimates", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 14, N° 1/2, pp. 33-50.
- GATZLAFF, D. H. E D. C. LING, 1994, "Measuring changes in local house prices: an empirical investigation of alternative methodologies", *Journal of Urban Economics*, Vol. 35, N° 2, pp. 221-224.
- GELTNER, D. E W. GOETZMANN, 2000 "Two decades of commercial property returns: a repeated-measures regression-based version of the NCREIF index", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 21, N.° 1, pp. 5-21.
- GELTNER, D. E D. LING, 2001, "Ideal research and benchmark indexes in private real estate: some conclusions from the RERI/PREA technical report", *Real Estate Finance*, Winter.
- GELTNER, D., 1993a, "Temporal aggregation in real estate return indices", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 21, N° 2, pp. 141-166.
- GELTNER, D., 1993b, "Estimating market values from appraised values without assuming an efficient market", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 8, N° 3, pp. 325-345.
- GELTNER D., 1998, "How accurate is the NCREIF index as benchmark, and who cares?", *Real Estate Finance*, Winter.
- GELTNER, D. E W. GOETZMANN, 2000, "Two decades of commercial property returns: a repeated-measures regression-based version of the NCREIF index", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 21, N° 1, pp. 5-21.
- GELTNER, D., B. D. MACGREGOR ET G. M. SCHWANN, 2003, "Appraisal smoothing and price discovery in real estate markets", *Urban Studies*, Vol. 40, N° 5-6, pp. 1047-1064.

GELTNER, D. M., N. G. MILLER, J. CLAYTON E P. EICHHOLTZ, 2007, *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, 2ª edizione, Thomson South-Western, Mason (OH), Stati Uniti.

GELTNER, D. M., R. A. GRAFF E M. S. YOUNG, 1994, "Random Disaggregate Appraisal Error in Commercial Property: Evidence from the Russell-NCREIF Database," *Journal of Real Estate Research*, American Real Estate Society, Vol. 9, N° 4, pp. 403-420.

GIBB, K. E M. HOESLI, 2003, "Developments in urban housing and property markets", *Urban Studies*, Vol. 40, N° 5-6, pp. 887-896.

GLASCOCK, J. L., C. LU E R. W. SO, 2000, "Further evidence on the integration of REIT, bond, and stock returns", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 20, N° 2, pp. 177-194.

GORDON, M. J., 1982, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, Irwin.

GORDON, J. N., T. A. CANTER E J. R. WEBB, 1998, "The effect of international real estate securities on portfolio diversification", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 4, N° 2, pp. 83-92.

GUATRI, L., 1998, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, EGEA, p. 82.

HAMELINK, F E M. HOESLI, 2004a, "Maximum drawdown and the allocation to real estate", *Journal of Property Research*, Vol. 21, N° 1, pp. 5-29.

HAMELINK, F E M. HOESLI, 2004b, "What factors determine international real estate security returns?", *Real Estate Economics*, Vol. 32, N° 3, pp. 437-462.

HAMELINK, F, M. HOESLI, C. LIZIERI E B. D. MACGREGOR, 2000, "Homogeneous commercial property market groupings and portfolio construction in the United Kingdom", *Environment and Planning A*, Vol. 32, N° 2, pp. 323-344.

HARTZELL, D. J., P. EICHHOLTZ E A. SELENDER, A., 1993, "Economic diversification in European real estate portfolios", *Journal of Property Research*, Vol. 10, N° 1, pp. 5-25.

HARTZELL, D., J. S. HEKMAN E M. E. MILES, 1987, "Real estate returns and inflation", *AREUEA Journal*, Vol. 15, N° 1, pp. 617-637.

HOESLI, M., 1993, *Investissement immobilier et diversification de portefeuille*, Economica, Parigi.

HOESLI, M., 2008, *Investissement immobilier – Décision et gestion du risque*, Economica, Parigi.

HOESLI, M., C. GIACCOTTO E P. FAVARGER, 1997, "Three new real estate

price indices for Geneva, Switzerland”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 15, N° 1, pp. 93-109.

HOESLI, M. E F. HAMELINK, 2004, “Portefeuilles institutionnels suisses et immobilier européen”, *L'Expert-comptable suisse*, Vol. 78, N° 8, pp. 637-643.

HOESLI, M., E. JANI E A. BENDER, 2006, “Monte Carlo simulations for real estate valuation”, *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 24, N° 2, pp. 102-122.

HOESLI, M. E J. LEKANDER, 2005, “Suggested versus actual institutional allocations to real estate in Europe: a matter of size?”, *Journal of Alternative Investments*, Vol. 8, N° 2, pp. 62-70.

HOESLI, M. E J. LEKANDER, 2006, “Quelle proportion d’immobilier dans un portefeuille?”, *Réflexions immobilières*, N° 42, Luglio, pp. 17-21.

HOESLI, M. E J. LEKANDER, 2008, “Real estate portfolio strategy and product innovation in Europe”, *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 26, N° 2, pp. 162-176.

HOESLI, M., J. LEKANDER E W. WITKIEWICZ, 2003, “Real estate in the institutional portfolio: a comparison of suggested and actual weights”, *Journal of Alternative Investments*, Vol. 7, N° 3, pp. 53-59.

HOESLI, M., J. LEKANDER E W. WITKIEWICZ, 2004, “International evidence on real estate as a portfolio diversifier”, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 26, N° 2, pp. 161-206.

HOESLI, M., C. M. LIZIERI E B. D. MACGREGOR, 1997, “The spatial dimensions of the investment performance of U.K. commercial property”, *Urban Studies*, Vol. 34, N° 9, pp. 1475-1494.

HOESLI, M., C. LIZIERI E B. MACGREGOR, 2008, “The inflation hedging characteristics of U.S. and U.K. investments: a multi-factor error correction approach”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 36, N° 2, pp. 183-206.

HOESLI, M. E B. D. MACGREGOR, 2000, *Property Investment – Principles and Practice of Portfolio Management*, Longman, Harlow (Regno Unito).

HOESLI, M., B. D. MACGREGOR, G. A. MATYSIAK E N. NANTHAKUMARAN, 1997, “The short-term inflation-hedging characteristics of U.K. real estate”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 15, N° 1, pp. 27-57.

HOESLI, M. E C. SERRANO, 2007, “Securitized real estate and its link with financial assets and real estate: an international analysis”, *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 15, N° 1, pp. 59-84.

HOESLI, M. E B. THION, 1994, *Immobilier et gestion de patrimoine*, Economica, Parigi.

HOESLI, M., B. THION E C. WATKINS, 1997, "A hedonic investigation of the rental value of apartments in central Bordeaux", *Journal of Property Research*, Vol. 14, N° 1, pp. 15-26.

HUTCHISON, N., A. ADAIR E I. LEHENY, 2007, "Property Risk Scoring: the reporting of investment risk to clients", *RICS Research Paper Series* Volume 7, Number 1.

IACOVIELLO, M. E F. ORTALO-MAGNÉ, 2003, "Hedging housing risk in London", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 27, N° 2, pp. 191-209.

IEIF, 2006, *Annuaire des sociétés immobilières cotées européennes 2006-2007*, 14ª edizione, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière, Parigi.

IEIF, 2007a, *Le marché immobilier français 2007-2008*, 15ª edizione, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière e Éditions Delmas, Parigi.

IEIF, 2007b, *Annuaire des SCPI 2007*, 21ª edizione, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière, Parigi.

IEIF, 2008, *Le marché immobilier français 2008-2009*, 16ª edizione, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière e Éditions Delmas, Parigi.

IEIF, 2009a, *Annuaire des SCPI 2009*, 22ª edizione, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière, Parigi.

IEIF, 2009b, *Le marché immobilier français 2010*, 17ª edizione, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière e Éditions Delmas, Parigi.

Il Sole 24 Ore, 2007, Società di investimento immobiliare quotata, Milano.

INREV, 2010, *Monthly Database Update*, Gennaio 2010, European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles, Amsterdam.

Insee, 2005, "Les indices Notaires Insee de prix des logements anciens – version 2 des modèles hédoniques", M. Beauvois, A. David, F. Dubujet, J. Friggit, C. Gouriéroux, A. Laferrère, S. Massonet e E. Vrancken, Insee méthodes, N° 111.

Insee, 2007, *Comptes de patrimoine des ménages*.

Insee, 2009, *Comptes de patrimoine des ménages*.

IPD-Nomisma, 2006, *Linea guida per la valutazione immobiliare*.

Istat, 2007, *L'accesso alla casa d'abitazione in Italia: proprietà, mutui, affitti e spesa delle famiglie*.

Jones Lang LaSalle, 2009a, *City Profile Milano*, Luglio 2009.

Jones Lang LaSalle, 2009b, *City Profile Roma*, Luglio 2009.

Jones Lang LaSalle, 2009c, *European Capital Markets Bulletin*, Luglio 2009.

KAUKO T. E. M. D'AMATO, 2008 *Mass Appraisal. An International Perspective for Property Valuers*, Wiley.

LANCASTER, K. J., 1966, "A new approach to consumer theory", *Journal of Political Economy*, Vol. 74, N° 2, pp. 132-157.

La Salle Investment Management, 2007, *Investment Strategy Annual, 2007*, La Salle Investment Management, Chicago (Stati Uniti).

LE BLANC, D. E. C. LAGARENNE, 2004, "Owner-occupied housing and the composition of the household portfolio: the case of France", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 29, N° 3, pp. 259-275.

LEE, S. L., 2001, "The relative importance of property type and regional factors in real estate returns", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7, N° 2, pp. 159-167.

LEE, S. E. S. DEVANEY, 2007, "The changing importance of sector and regional factors in real estate returns: 1987-2002", *Journal of Property Research*, Vol. 24, N° 1, pp. 55-69.

LEE, S. E. S. STEVENSON, 2005, "The Case for REITs in the mixed-asset portfolio in the short and long run", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 11, N° 1, pp. 55-80.

LIANG, Y., F. C. N. MYER E J. R. WEBB, 1996, "The bootstrap efficient frontier for mixed-asset portfolios", *Real Estate Economics*, Vol. 24, N° 2, pp. 247-256.

LIN, Z. E. K. D. VANDELL, 2007, "Illiquidity and pricing biases in the real estate market", *Real Estate Economics*, Vol. 35, N° 3, pp. 291-330.

LING, D. C. E. W. R. ARCHER, 2005, *Real Estate Principles – A Value Approach*, McGraw-Hill/Irwin, New York.

LING, D. C. E. A. NARANJO, 1997, "Economic risk factors and commercial real estate returns", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 14, N° 3, pp. 283-307.

LING, D. C. E. A. NARANJO, 1999, "The integration of commercial real estate markets and stock markets", *Real Estate Economics*, Vol. 27, N° 3, pp. 483-515.

LING, D. C. E. A. NARANJO, A., 2002, "Commercial real estate return performance: a cross-country analysis", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 24, N° 1/2, pp. 119-142.

LINNEMAN, P., 2004, *Real Estate Finance and Investments: Risks and Opportunities*, Linneman Associates, Philadelphia, PA (Stati Uniti).

LIU, C. H. E. J. MEI, 1998, "The predictability of international real estate markets, exchange rate risks and diversification consequences", *Real Estate Economics*, Vol. 26, N° 1, pp. 3-39.

LIZIERI C. E L. FINLAY, 1995, "International portfolio strategies: problems and opportunities", *Journal of Property Valuation and Investment*, Vol. 13, N° 1, pp. 6-21.

LIZIERI, C., P. MCALLISTER E C. WARD, 2003, "Continental shift? An analysis of convergence trends in European real estate equities", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 23, N° 1, pp. 1-23.

MAHÉ DE BOISLANDELLE, H., 2005, *Marché de l'art e gestion de patrimoine*, Economica, Parigi.

MALIZIA, E. E. R. A. SIMONS, 1991, "Comparing regional classifications for real estate portfolio diversification", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 6, N° 1, pp. 53-77.

MARK, J. H. E. M. A. GOLDBERG, 1984, "Alternative housing price indices: an evaluation", *AREUEA Journal*, Vol. 12, N° 1, pp. 30-49.

MARKOWITZ H. M., 1959, *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, John Wiley & Sons, Inc. New York.

MCALLISTER, P. E. C. LIZIERI, 2006, "Monetary integration and real estate markets: the impact of the Euro on European real estate equities", *Journal of Property Research*, Vol. 23, N° 4, pp. 281-303.

MEI, J. E. A. LEE, 1994, "Is there a real estate factor premium?", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 9, N° 2, pp. 113-126.

MORRI G., 2005, "Rischio e rendimento immobiliare: evidenza nel mercato italiano", in *Rivista del Consulente Tecnico*, N° 1, Maggioli Editore.

MORRI, G., 2007, *Indici Immobiliari*, nota didattica SDA Bocconi.

MORRI G., 2008, "Un indice immobiliare indiretto: l'Indice BNL dei fondi immobiliari quotati" in V. Del Giudice, M. D'Amato *Principi metodologici per la costruzione di indici dei prezzi nel mercato immobiliare*, Maggioli Editore.

MORRI, G., 2009, "Un modello economico di analisi per il mercato immobiliare", in *Finanza immobiliare*, di A. Borghi, EGEA

MORRI, G. E P. BENEDETTO, 2009, "Leverage and NAV Discount: evidence from Italian real estate investment funds", *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 2, N° 1, pp. 33-55.

MORRI, G. E A. ERBANNI, 2008, "Diversificazione del rischio nella gestione di portafogli immobiliari: analisi della performance dei REITs americani", *Finanza Marketing e Produzione*, EGEA, N° 3, pp. 27-46.

MORRI, G. E S. LEE, 2009 "The Performance of Italian Real Estate Mutual Funds", *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 2, N° 2, pp. 170-185.

- MUELLER, G. R., 1993, "Refining economic diversification strategies for real estate portfolios", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 8, N° 1, pp. 55-68.
- MYER, F. C. N. E J. R. WEBB, 1993, "Return properties of equity REITs, common stocks and commercial real estate: a comparison", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 8, N° 1, pp. 87-106.
- NAPPI-CHOULET, I., I. MALEYRE E T.-P. MAURY, 2007, "A hedonic model of office prices in Paris and its immediate suburbs", *Journal of Property Research*, Vol. 24, N° 3, pp. 241-263.
- NEWELL, G. E J. WEBB, 1996, "Assessing risk for international real estate investments", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 11, N° 2, pp. 103-115.
- Nomisma, 2009, *II Rapporto 2009 - Osservatorio sul Mercato Immobiliare*.
- Office fédéral de la statistique, 2004, *Recensement fédéral de la population 2000*, Office fédéral de la statistique, Neuchâtel.
- Office fédéral de la statistique, 2006, *Statistique des caisses de pensions, 2004*, Office fédéral de la statistique, Neuchâtel.
- Office fédéral de la statistique, 2007, *La prévoyance professionnelle en Suisse – Statistique des caisses de pensions, 2005*, Office fédéral de la statistique, Neuchâtel.
- Office fédéral de la statistique, 2009, *La prévoyance professionnelle en Suisse – Statistique des caisses de pensions, 2007*, Office fédéral de la statistique, Neuchâtel.
- OIKARINEN, E., M. HOESLI E C. SERRANO, 2009, "Linkages between direct and securitized real estate returns", quaderno di ricerca, HEC Ginevra.
- PAGLIARI, J. L., JR., K. A. SCHERER E R. T. MONOPOLI, 2005, "Public versus private real estate equities: a more refined, long term comparison", *Real Estate Economics*, Vol. 33, N° 1, pp. 147-187.
- PALMQUIST, R. B., 1982, "Measuring environmental effects on property values without hedonic regressions", *Journal of Urban Economics*, Vol. 11, N° 3, pp. 333-347.
- PRASAD, N. E A. RICHARDS, 2008, "Improving median housing price indexes through stratification", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 30, N° 1, pp. 45-71.
- PREA, 2006, *An International Comparative Study of the Pension Plan Community and Real Estate Investments*, Pension Real Estate Association, Hartford, CT (Stati Uniti).
- QUAN, D. C. E S. TITMAN, 1997, "Commercial real estate prices and stock market returns: an international analysis", *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, N° 3, pp. 21-34.
- QUAN, D. C. E S. TITMAN, 1999, "Do real estate prices and stock prices move together? An international analysis", *Real Estate Economics*, Vol. 27, N° 2, pp. 183-207.

QUIGLEY, J. M., 2006, "Real estate portfolio allocation: The European consumers' perspective", *Journal of Housing Economics*, Vol. 15, N° 3, pp. 169-188.

Real Capital Analytics, 2008, *Global Capital Trends*, Marzo/Aprile.

Real Capital Analytics, 2009a, *Global Capital Trends*, Aprile.

Real Capital Analytics, 2009b, *Global Capital Trends*, Dicembre.

REVIGLIO, E., 2007, *Invertire la rotta*, Il Mulino.

RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors), 2009, *Standard di valutazione RICS*, Edizione Italiana.

ROSEN, S., 1974, "Hedonic prices and implicit markets: product differentiation in pure competition", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, N° 1, pp. 34-55.

ROSS S.A., R. W. WESTERFIELD E J. F. JAFFE, 1996, *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna.

ROSS, S.A. E R. ZISLER, 1991, "Risk and return in real estate", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 4, N° 2, pp. 175-190.

RREEF Research, 2006, *Global Real Estate Insights*, Agosto 2006, RREEF Real Estate Research, Londra.

RREEF Research, 2007, *Global Real Estate Investment and Performance 2006 and 2007*, Marzo 2007, RREEF Real Estate Research, Londra.

RREEF Research, 2008, *Global Real Estate Insights*, Dicembre 2008, RREEF Real Estate Research, Londra.

Savills, 2009, *European Retail Markets*, Summer 2009.

Sal. Oppenheim, 2006, *Swiss Real Estate Companies – Quality has its Price*, Banque Sal. Oppenheim, Zurigo.

SERRANO, C. E M. HOESLI, 2007, "Forecasting EREIT returns", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 13, N° 4, pp. 293-309.

SHILLER, R. J., 1991, "Arithmetic repeat sales price estimators", *Journal of Housing Economics*, Vol. 1, N° 1, pp. 110-126.

SHILLER, R. J., 1993a, "Measuring asset values for cash settlement in derivative markets: hedonic repeated measures indices and perpetual futures", *Journal of Finance*, Vol. 48, N° 3, pp. 911-931.

SHILLER, R. J., 1993b, *Macro Markets*, Oxford University Press, Oxford (Regno Unito).

SIFM, 2006, *Fact Book Global Addendum, 2006*, Securities Industry and Financial Markets, New York.

- SING, T. F. E. S. E. ONG, 2000, "Asset allocation in a downside risk framework", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 6, N° 3, pp. 213-223.
- SIRMANS, C. F. E. E. WORZALA, 2003, "International direct real estate investment: a review of the literature", *Urban Studies*, Vol. 40, N° 5-6, pp. 1081-1114.
- SIRMANS, G. S., D. A. MACPHERSON E E. N. ZIETZ, 2005, "The composition of hedonic pricing models", *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 13, N° 1, pp. 1-44.
- SIROTA, D., 2003, *Essentials of Real Estate Investment*, 6° Ed., Real Estate Education Company.
- STEELE, M. E. R. GOY, 1997, "Short holds, the distribution of first and second sales, and bias in the repeat-sales price index", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 14, N° 1/2, pp. 133-154.
- STEVENSON, S., 2000, "International real estate diversification: empirical tests using hedged indices", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 19, N° 1/2, pp. 105-131.
- STRICKLAND, T., 1999 "Extracting Overall Capitalization Rates from the Market - A review of Basic Considerations", *Assesment Journal*, Settembre/Ottobre.
- THEEBE, M. A. J., 2004, "Planes, trains, and automobiles: the impact of traffic noise on house prices", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 28, N° 2-3, pp. 209-234.
- TROTZ, R., 2004, *Property Market Rating A Practical Tool of Property Analysis*, TE-GOVA.
- TU, Y., S.-M. YU E H. SUN, 2004, "Transaction-based office price indexes : a spatio-temporal modeling approach", *Real Estate Economics*, Vol. 32, N° 2, pp. 297-328.
- UBS Global Asset Management, 2006, *Global Real Estate Investable Universe Continues to Expand and Develop*, UBS Real Estate Research, Hartford, CT (Stati Uniti).
- UN-ECE, 2010, "Key components of real estate markets framework: policy, principles and guidance for the development of a country's real estate market for social and economical benefits", United Nations Economic Commission for Europe / Real Estate Market Advisory Group (REM), Gennaio 2010, Ginevra (Svizzera).
- WANG, K., T. GRISSOM E S. CHAN, 1990, "The functional relationship and use of going-in and going-out capitalization rates", *Journal of Real Estate Research*, Vol. 5 N° 2, pp. 231-246.
- WINCOTT, D., 1991, "Terminal capitalization rates and reasonableness", *Appraisal Journal*, Aprile, p. 253.
- WORZALA, E. M., R. D. JOHNSON E C. M. LIZIERI, 1997, "Currency swaps as a hedging technique for an international real estate investment", *Journal of Property Finance*, Vol. 8, N° 2, pp. 134-151.

WORZALA, E. E. C. F. SIRMANS, “Investing in international real estate stocks: a review of the literature”, *Urban Studies*, Vol. 40, N° 5-6, pp. 1115-1149.

WURTZBACH, C.H. E M.E. MILES, 1987, *Modern Real Estate*, 3ª edizione, Wiley & Sons, Inc., New York, p. 786.

ZIOBROWSKI, A. J., R. W. CAINES E B. J. ZIOBROWSKI, 1999, “Mixed-asset portfolio composition with long-term holding periods and uncertainty”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 5, N° 2, pp. 139-144.

ZIOBROWSKI, A. J., P. CHENG E B. J. ZIOBROWSKI, 1997, “Using a bootstrap to measure optimum mixed-asset portfolio composition: a comment”, *Real Estate Economics*, Vol. 25, N° 4, pp. 695-705.

ZIOBROWSKI, A. J., B. J. ZIOBROWSKI E S. ROSENBERG, 1997, “Currency swaps and international real estate investment”, *Real Estate Economics*, Vol. 25, N° 2, pp. 223-251.

ZIOBROWSKI, B. J. E A. J. ZIOBROWSKI, 1997, “Higher real estate risk and mixed-asset portfolio performance”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 3, N° 2, pp. 107-115.