



Dipartimento di Impresa e Management

Corso di laurea in Finanza Aziendale

**“GLI EFFETTI DELLA TRASFORMAZIONE IN SIIQ SULLA
PERFORMANCE DI BORSA”**

Il Relatore:

Prof. Gianluca Mattarocci

Il Laureando:

Diana De Francesco

Matr. 168591

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Indice

1. Introduzione	pag 5
2. La nascita e la dimensione del mercato immobiliare indiretto in Italia	pag 8
2.1 Introduzione	pag 8
2.2 La nascita del mercato dei fondi immobiliari	pag 12
2.3 La normativa di riferimento	pag 17
2.4 Le caratteristiche del mercato dei fondi	pag 19
2.5 Il rendimento e il rischio per gli investitori	pag 22
2.6 Conclusioni	pag 29
3. L'evoluzione della finanza immobiliare: dai fondi immobiliari alle Società di investimento immobiliare quotate	pag 31
3.1 Introduzione	pag 31
3.2 Definizione di SIIQ e differente rispetto ai REIT	pag 33
3.3 La normativa di riferimento	pag 38
3.4 Il regime fiscale speciale delle SIIQ	pag 41
3.5 I criteri per l'ammissione alla quotazione	pag 44
3.6 SIIQ e fondi immobiliari a confronto: discipline e problemi	pag 48
3.7 Conclusioni	pag 50
4. Performance di borsa di IGD e Beni Stabili	pag 52
4.1 Introduzione	pag 52
4.2 Le SIIQ in Italia	pag 54
4.2.1 Beni Stabili	pag 56
4.2.2 IGD	pag 58
4.3 L'effetto dello status di REIT per le SIIQ italiane	pag 61

4.3.1 Beni Stabili	pag 62
4.3.2 IGD	pag 65
4.4 Conclusioni	pag 67
5. Conclusioni	pag 68
Bibliografia	pag 70
Siti consultati	pag 72

1. Introduzione

Il comparto immobiliare ha da sempre costituito nel mondo, ed in particolare in Italia un settore dell'economia particolarmente rilevante. Tradizionalmente l'investitore ha sempre visto l'"immobile" quale bene rifugio, infatti nel medio-lungo periodo la rivalutazione dei valori immobiliari ha sempre largamente compensato gli effetti inflattivi con crescita assoluta del suo valore.

Solo in alcuni periodi vi è stata una particolare attenzione al mercato mobiliare, poi dal 1998 in poi sia per il buon andamento dell'economia europea sia per il ribasso dei tassi di interesse sui mutui sia, ancora, per le facilitazioni concesse dal sistema bancario di accesso al credito si è ampliato il divario tra il settore mobiliare e quello immobiliare con crescente sfiducia nei confronti del primo e crescita della domanda nel secondo.

In questo contesto i Fondi Immobiliari si inseriscono nel mercato dell'investimento immobiliare quali prodotti finanziari specializzati, evoluti ed innovativi, che garantiscono la trasparenza e la liquidità tipiche di un investimento finanziario, pur essendo legati alle dinamiche immobiliari, caratterizzate queste ultime da un dinamismo più lento sia per l'investimento che per il disinvestimento.

Nella evoluzione del mercato l'Italia al fine di adeguarsi ai sistemi esteri più avanzati ha provveduto a normare una nuova

forma di veicolo societario; in particolare le c.d. SIIQ-Società di Investimento Immobiliare Quotate- regolamentate dalla legge 27 dicembre 2006 n. 296 che ai fini dei suoi capisaldi ha fatto riferimento ai c.d. Reits - Real Investment Trust - ampiamente diffusi negli Stati Uniti d'America.

L'obiettivo e le finalità della norma erano quelle di dare impulso e sviluppo ad un settore che, come detto, in Italia è trainante rendendo maggiormente flessibile il dinamismo del mercato immobiliare ed offrendo a tal fine anche un trattamento fiscale favorevole.

Come risulterà desumibile dalla lettura del presente lavoro lo strumento non avuto la diffusione attesa pur invece dovendosi rilevare per le due sole SIIQ italiane una significativa e positiva performance conseguente all'esercizio dell'opzione per mezzo del quale le società si sono trasformate da società immobiliari quotate in SIIQ.

Il presente elaborato si propone di analizzare e descrivere nel primo capitolo i Fondi immobiliari, con particolare riguardo alla loro nascita (paragrafo 2.2), all'evoluzione della normativa che li ha riguardati (paragrafo 2.3), alla specificità e alle caratteristiche della tipologia dei fondi immobiliari (paragrafo 2.4), nonché infine agli elementi di valutazione e rischi connessi all'investimento indiretto con evidenziazione delle performance rapportate ad altre operazioni finanziarie (paragrafo 2.5).

Il secondo capitolo individua le specificità della SIIQ-la Società di Investimento Immobiliare Quotata- nonché le principali

differenze di questo veicolo societario rispetto ai *REITs* (paragrafo 3.2), la normativa di riferimento applicabile sotto il profilo civilistico (paragrafo 3.3), fiscale (paragrafo 3.4), ed infine il regime di controllo (paragrafo 3.5) e le differenze rispetto a quelle inerenti i fondi comuni di investimento immobiliare (paragrafo 3.6).

Nel terzo ed ultimo capitolo dopo una sintetica cronistoria delle due sole SIIQ operative in Italia, Beni Stabili SpA ed IGD SpA (paragrafo 4.2), si affronta il tema degli effetti conseguenti alla qualifica di SIIQ acquisita dalla Società per effetto dell'opzione esercitata dalla stessa (paragrafo 4.3). Il paragrafo conclusivo espone la performance della quotazione di borsa conseguente alla qualifica di SIIQ con analisi della quotazione stessa nel periodo antecedente e successivo all'esercizio dell'opzione.

2. La nascita e la dimensione del mercato immobiliare indiretto in Italia.

2.1 Introduzione

Il “bene immobiliare” ha costituito da sempre l’investimento rifugio del risparmiatore medio. La solidità dell’investimento, la rivalutazione da sempre riconosciuta allo stesso, la capacità di reggere il mercato anche e soprattutto in presenza di tassi di inflazione elevati od anche di deflazione; in quest’ultimo caso infatti il bene immobile ha sempre risentito in misura inferiore della svalutazione conseguente a crisi economico finanziarie.

Unitamente, quindi, all’investimento immobiliare diretto (acquisto da parte del risparmiatore persona fisica), si è sviluppato il cosiddetto mercato immobiliare indiretto con crescente e puntuale regolamentazione dello stesso fino a giungere alla situazione attuale con ammontare di investimenti complessivi certamente significativi e normativamente perfezionata.

Antecedentemente all’introduzione di un organica normativa, il mercato immobiliare indiretto è stato caratterizzato da forme atipiche, i cui esiti non hanno consentito di garantire un organico sviluppo conseguente anche a peculiari vicissitudini che le hanno interessate tra le quali il ricorso improvviso ed inaspettato al disinvestimento.

Infatti per motivi connessi all'andamento economico generale nonché alla quotazione del "mattoncino" ed anche forse per l'introduzione di misure tributarie che hanno inciso sulla redditività dell'investimento i risparmiatori, nell'occasione che in questa sede si vuole ricordare, sono ricorsi al disinvestimento di massa con impossibilità da parte del "gestore" di far fronte agli impegni di liquidazione delle quote sottoscritte.

In realtà l'esperienza richiamata non è totalmente dissimile dallo sviluppo successivo che però, anche forse in forza di quanto maturato in termini di esperienza negativa, risulta essere stato gestito con maggiori controlli e rigore tali quindi da evitare le sofferenze vissute dai risparmiatori.

In particolare, in Italia, dal 1998 il mercato immobiliare ha registrato una forte crescita, motivata dal buon andamento dell'economia europea, dal ribasso dei tassi di interesse sui mutui, dalla creazione della moneta unica, dalle facilitazioni concesse dal sistema bancario di accesso al credito, elementi tutti che hanno comportato quel divario tra investimento nel mercato mobiliare ed immobiliare con crescente sfiducia nei confronti del primo e crescita della domanda nel secondo.¹

I "fondi immobiliari" si inseriscono nel mercato dell'investimento come strumenti evoluti ed innovativi, garantendo, la trasparenza e la liquidità tipiche di un investimento finanziario, pur essendo legati alle dinamiche

¹ Delli Santi R., Mantella S. (2009) "Capital Market e Real Estate", EGEA.

immobiliari, caratterizzate queste ultime da un dinamismo più lento sia per l'investimento che per il disinvestimento.

I fondi in argomento sono un prodotto finanziario specializzato nella costruzione di un rapporto ormai sempre più stretto tra settore finanziario e immobiliare, essi caratterizzano il proprio patrimonio investendo esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, in diritti reali immobiliari e in partecipazioni in società immobiliari. Rappresentano una specifica tipologia giuridica dei fondi comuni di investimento con la differenza rispetto ai più noti hedge funds circa la natura degli investimenti, con la finalità della salvaguardia del valore del capitale nel medio-lungo periodo.

I fondi immobiliari consentono all'investitore, anche disponendo di risorse limitate, di effettuare un investimento immobiliare acquisendo quote di partecipazione e godendo del miglior rendimento derivante dalla capacità del fondo di acquisire "immobili" di diversa specie e natura ed in numero sufficientemente ampio da porre l'investimento al riparo di quelle oscillazioni tipiche dell'investimento concentrato.

Caratteristica essenziale dei fondi è quella di trasformare gli investimenti immobiliari, di regola di lungo periodo e di difficile commercializzazione, in attività finanziarie liquide che possono essere negoziate al pari degli investimenti di natura mobiliare.²

² Amorosino S.,(2008), "Manuale di diritto del mercato finanziario", Giuffrè editore.

Essi, rispetto alle asset class tradizionali (azioni, obbligazioni, valute) offrono maggiore stabilità, una buona capacità di rivalutazione economica e di adeguamento all'inflazione monetaria, caratteristiche tipiche e richieste dall'investitore attento che più che alla speculazione immediata ritiene dover privilegiare il risultato di medio-lungo periodo. Storicamente i fondi immobiliari presentano margini di rischio ridotti e risultati economici più controllati.

Nascono come fondi "chiusi", prevedendo quindi la sottoscrizione delle quote nella fase di costituzione del fondo e il diritto al rimborso al termine della vita del fondo.

Come i fondi comuni di investimento, i fondi immobiliari sono Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), dotati di un patrimonio autonomo privo di personalità giuridica che viene suddiviso in quote di partecipazione di uguale valore unitario, gestiti in autonomia e nell'interesse dei sottoscrittori sulla base di una specifica politica di investimento da una Società di Gestione del Risparmio (SGR).³

I fondi immobiliari si possono classificare sulla base dei soggetti ai quali si rivolgono (retail o riservati), delle differenti modalità di acquisizione degli immobili (apporto o non ad apporto) e delle politiche di distribuzione dei dividendi (a distribuzione o ad accumulazione).

³ Cacciamani C. (2012), "Real Estate", EGEA.

Il presente capitolo descrive brevemente la storia della nascita dei fondi immobiliari (paragrafo 2.2), l'evoluzione della normativa che ha riguardato detto istituto (paragrafo 2.3), la specificità e le caratteristiche della tipologia dei fondi immobiliari (paragrafo 2.4), nonché infine gli elementi di valutazione ed i rischi connessi all'investimento indiretto con evidenziazione delle performance raffrontati ad altre operazioni finanziarie (paragrafo 2.5).

2.2 La nascita del mercato dei fondi immobiliari

In Italia i fondi immobiliari sono per la prima volta regolamentati normativamente nel 1994.

In realtà, poi, la partenza operativa dei fondi immobiliari è datata 1999, ancorché il primo fondo sia nato nel 1998.

Il ritardo tra la nascita sulla carta e l'effettiva applicazione della normativa di riferimento può ritenersi imputabile e spiegata da quanto successo in precedenza quando, in assenza totale di regolamentazione, il risparmiatore italiano aveva acquisito titoli atipici il cui successo è stato minato dagli eventi già accennati in precedenza.

In particolare si fa riferimento ad un fondo di diritto svizzero che aveva emesso certificati immobiliari atipici collocati in Italia tramite una specifica rete di vendite (*Europrogramme*).

Purtroppo l'esperienza si è rivelata fallimentare non tanto per l'atipicità degli investimenti dal fondo effettuati, bensì dalla mancanza di regolamentazione che ha portato, in presenza di richieste di liquidazione di massa, all'accertamento dello stato di insolvenza per impossibilità dell'assolvimento dell'obbligazione di rimborso. Proprio la forza e la tipicità dell'investimento immobiliare nel caso specifico si è rivelato un "boomerang".⁴

Attualmente, i fondi comuni di investimento immobiliari sono organismi di investimento collettivi esclusivamente dedicati al settore immobiliare che consentono ai risparmiatori di partecipare ai risultati economici di iniziative assunte nel comparto immobiliare, appunto, utilizzando il modello organizzativo del patrimonio gestito da un intermediario professionale, con tutti i vantaggi che ne derivano in termini di sinergie di gruppo, di economie di scala e di liquidabilità dell'investimento e che rappresentano una realtà consolidata già da molti anni all'estero.

Elementi distintivi di un fondo immobiliare sono l'autonomia patrimoniale di questo rispetto al patrimonio specifico dei sottoscrittori e della società di gestione del risparmio (SGR), la ripartizione del medesimo patrimonio in quote omogenee, ciascuna con stessi diritti e doveri, la pluralità dei partecipanti, la prevalenza dell'investimento immobiliare e la diversificazione

⁴ AIAF, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, (2007), "Fondi immobiliari, Reits e SIC: evoluzioni parallele.

degli impieghi, ed infine la gestione da parte di una SGR che assume verso i sottoscrittori le responsabilità del mandatario.⁵

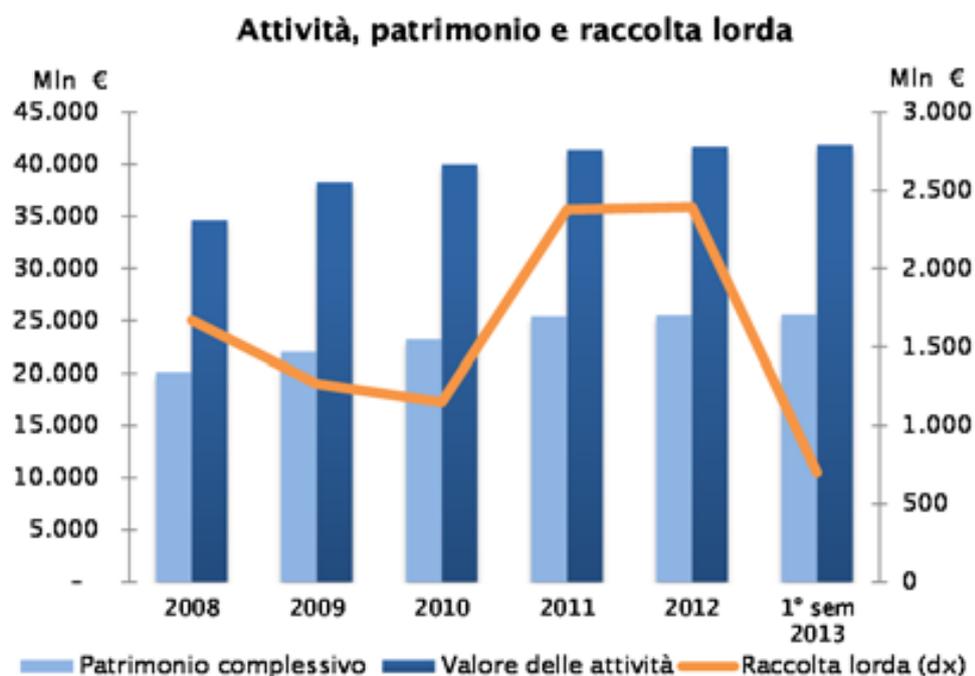
Nonostante il ritardo rispetto al resto del mondo, i fondi immobiliari italiani sono in continua crescita e grazie ad un contesto macroeconomico favorevole, alla crescita del mercato immobiliare, ai benefici di carattere fiscale (Figura 1). Secondo i dati del rapporto del 1° semestre 2013 sui fondi immobiliari italiani di Assogestioni, i 209 fondi censiti a giugno 2013 hanno registrato un totale delle attività pari a 41.873 milioni di euro, con un incremento dello 0,4% rispetto a dicembre 2012 e una diminuzione dello 0,5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.⁶

Anche il patrimonio ha registrato variazioni molto lievi sia a sei mesi (+0,1%) sia a un anno (-0,8%) restando ad un valore praticamente stabile rispetto a dicembre 2012 (25.565 milioni di euro). Questi trend sono da attribuire in massima parte alla svalutazione degli immobili in portafoglio. Inoltre, negli ultimi anni è diminuito il livello medio delle emissioni di quote di fondi, a seguito di richiami degli impegni.

⁵ Liera M., (2005), "Gli investimenti alternativi".

⁶ Assogestioni, rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013.

Figura 1. Il mercato dei fondi immobiliari



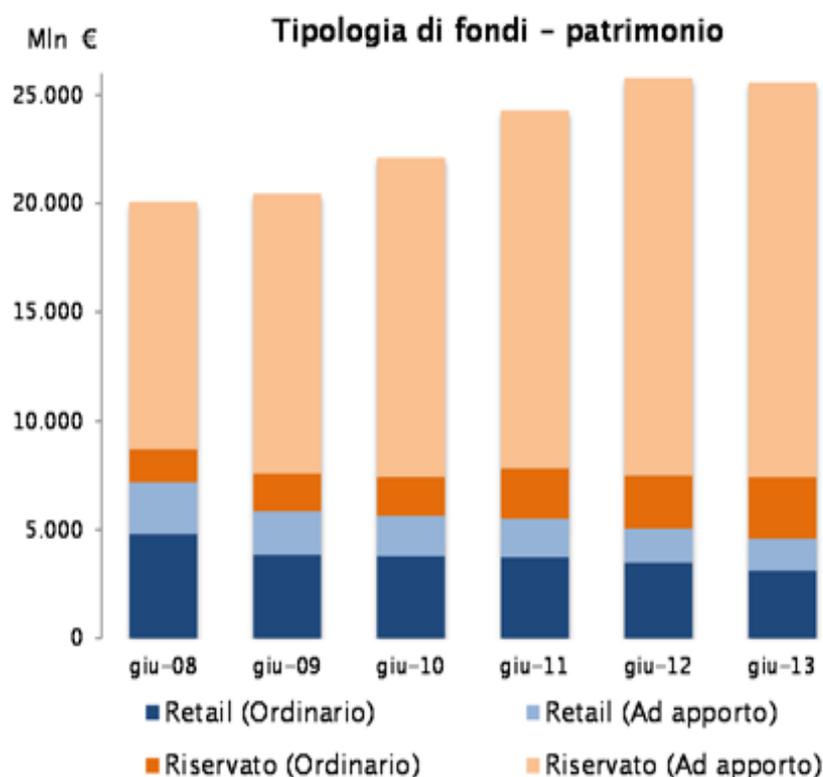
Fonte: Assogestioni (2013), Rapporto annuale sui fondi immobiliari, www.assogestioni.it

In termini di ripartizione dei fondi circa la loro natura A giugno 2013 l'offerta di fondi immobiliari è composta dal 90% di fondi riservati e dal 10% di fondi retail.

Osservando i clienti a cui si è rivolto il fondo e la modalità di costituzione del portafoglio immobiliare si distinguono le seguenti tipologie (Figura 2), nel 2013 la situazione è la seguente:

- 15 fondi retail costituiti in modo ordinario (3.119 milioni di euro di patrimonio);
- 6 fondi retail costituiti mediante apporto (1.464 milioni di euro di patrimonio);
- 32 fondi riservati costituiti in modo ordinario (2.843 milioni di euro di patrimonio);
- 156 fondi riservati costituiti mediante apporto (18.140 milioni di euro di patrimonio).

Figura 2. La tipologia dei fondi immobiliari in Italia



Fonte: Assogestioni (2013), Rapporto annuale sui fondi immobiliari, www.assogestioni.it

2.3 La normativa di riferimento

I fondi immobiliari sono stati istituiti e disciplinati in Italia con l'entrata in vigore della legge 21 gennaio 1994, n.86. L'iniziale impianto normativo però era troppo rigido e rispetto a veicoli alternativi, sul piano della convenienza fiscale, l'investimento in fondi immobiliari era più bassa. Per queste ragioni la legge n.86 è stata sostanzialmente abrogata e sostituita dal testo unico della finanza (D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58), che innovò radicalmente la disciplina di questo veicolo, trasformandolo da tipologia giuridica a opzione commerciale e conferendo alla regolamentazione l'elasticità necessaria per adeguarne la struttura alle spinte innovative del mercato.

Hanno fatto seguito numerose disposizioni legislative e regolamentari, tra cui i più importanti sono il D.M 24 maggio 1999, n.228 ("Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento") e i provvedimenti della Banca d'Italia 1°luglio 1998, 20 settembre 1999 ("Regolamento recante disposizioni per le società di gestione del risparmio") e 24 dicembre 1999 ("Prospetti contabili dei fondi comuni e delle SICAV"), che hanno definito la nuova disciplina di riferimento in materia di fondi comuni di investimento immobiliare.⁷

⁷ Tronconi O., Ciaramella A., Pisani B., (2007) "La gestione di edifici e di patrimoni immobiliari".

Negli anni successivi si sono susseguiti diversi interventi legislativi che hanno apportato sostanziali modifiche alla natura e all'operatività dei fondi immobiliari, tali da far registrare una crescita sia in termini di numerosità che in termini di patrimoni gestiti.

Nel 2001 il decreto legislativo 351, convertito poi nella legge n. 410 ha apportato una riforma al comparto, introducendo il fondo immobiliare ad apporto privato. Fino ad allora la normativa prevedeva tre tipologie giuridiche di fondi immobiliari: i fondi ordinari, rivolti ai piccoli risparmiatori; i fondi riservati, destinati a investitori qualificati; i fondi ad apporto di beni pubblici, le cui quote devono essere sottoscritte nella misura del 51% con apporto di beni immobili da parte dello stato, di enti previdenziali pubblici, regioni, enti locali e loro consorzi. Con la riforma si è data la possibilità anche a soggetti privati di conferire beni in un fondo immobiliare.

Nel 2003 il DM n.47 ha permesso l'introduzione del meccanismo di emissioni successive di quote e del rimborso anticipato facendo così venir meno la struttura "chiusa" del fondo.

Nel 2005 nascono in Italia i fondi speculativi immobiliari, riservati ad investitori qualificati, le cui quote non possono fare oggetto di offerta al pubblico, non possono essere frazionate e il loro valore iniziale non può essere inferiore a 500.000 euro.

Il decreto legge n. 112 del 18 giugno 2008, con modificazione apportate dalla legge n. 133 del 6 agosto 2008 ha introdotto

fondi immobiliari destinati alla realizzazione di un piano nazionale di edilizia abitativa finalizzato all'incremento del patrimonio immobiliare ad uso abitativo, il cosiddetto "piano casa", con il coinvolgimento di capitali pubblici e privati. Nello stesso anno è stata ammessa la possibilità che le SGR potessero costituire e gestire fondi di fondi immobiliari, in grado di investire sul mercato immobiliare anche indirettamente, cioè tramite diversi veicoli immobiliari (partecipazione a società controllate dal fondo, a SIIQ, ad altri OICR).⁸

2.4 Le caratteristiche del mercato dei fondi

Nel 1994, i fondi erano esclusivamente chiusi, a raccolta e rivolti alla generalità degli investitori, oggi, il mercato dei fondi immobiliari si è evoluto, diversificandosi ed offrendo agli investitori molteplici categorie di fondi.

Una prima classificazione dei fondi può esser fatta considerando le diverse combinazioni rendimento-rischio che questi possono avere:⁹

- I *Core* sono i fondi meno rischiosi con un rendimento stabile nel tempo dovuto a investimenti in immobili di elevata qualità strutturale, con contratti di locazione a lungo termine e locatari di elevata affidabilità. I livelli di leverage sono

⁸ Delli Santi R., Mantella S. (2009) "Capital Market e Real Estate", EGEA.

⁹ Cacciamani C. (2012), "Real Estate", EGEA.

contenuti. I core plus rappresentano una variante con una rischiosità e un rendimento atteso più alti dal momento che è previsto un apprezzamento degli immobili e un maggiore ricorso all'indebitamento.

- I *Value Added* sono caratterizzati da un più alto profilo di rendimento-rischio dovuto ad un'associazione tra il flusso di ricavi da locazione (income return) e un potenziale di crescita del capitale investito a seguito di una ristrutturazione degli asset o di un loro cambio di destinazione d'uso (capital growth). L'utilizzo della leva finanziaria è superiore.

- Gli *Opportunistic* sono fondi che investono in immobili da sviluppare, nei quali il 90% del rendimento deriva dal capital gain realizzato al termine del ciclo di investimento. Nei primi anni dell'investimento vengono sostenuti alti costi di sviluppo e il rendimento è in genere negativo. Sono fondi che hanno un elevato leverage e quindi un elevato rischio.

I fondi immobiliari non sono tra loro uguali per struttura e modalità di funzionamento, essi presentano differenze sotto il profilo giuridico e sotto l'aspetto commerciale.

Sotto il profilo giuridico essi possono essere classificati sulla base della natura dei sottoscrittori, quelli rivolti alla generalità degli investitori (fondi retail), caratterizzati da soglie minime di sottoscrizione contenute che permettono quindi ai risparmiatori l'investimento indiretto in beni immobili con una modesta

somma di denaro, obbligati alla quotazione entro 24 mesi dalla chiusura del periodo di offerta delle quote e quelli invece riservati a investitori qualificati (banche, assicurazioni, fondi pensione ecc), fondi chiusi poco liquidi e frazionabili per i quali non è richiesta la quotazione in borsa.

Differenti sono i fondi chiusi rispetto a quelli semi-chiusi. Infatti la modalità di rimborso delle quote può avvenire a scadenza, per i primi, dove l'investitore può solamente ottenere dei rimborsi parziali nel corso della gestione dovuti al disinvestimento di immobili, o può anche avvenire durante la vita del fondo a scadenze prefissate in concomitanza con nuove sottoscrizioni per i secondi, dove le quote vengono liquidate al NAV.¹⁰

Altro criterio di distinzione sono le modalità con le quali vengono effettuati gli acquisti e/o i conferimenti. Quindi si avranno fondi immobiliari a raccolta che prevedono l'acquisizione di risorse finanziarie tramite il collocamento e quindi il successivo investimento in beni immobili ovvero i fondi ad apporto di beni, distinguendo fra questi ultimi quelli ad apporto di beni pubblici e/o privati.

Altra distinzione può attenersi al tipo di gestione, che potrà essere speculativa o non. La prima, ovviamente rispetto alla seconda, caratterizzata da minori vincoli e quindi un maggior

¹⁰ Delli Santi R., Mantella S. (2009) "Capital Market e Real Estate", EGEA.

grado di rischiosità degli investimenti (dedicati esclusivamente agli investitori istituzionali).¹¹

Sotto l'aspetto commerciale, invece, assumono rilevanza la tipologia di immobili in cui il fondo effettua gli investimenti (destinazione d'uso, localizzazione, ecc.), le operazioni effettuate dai fondi (gestione di contratti di locazione, trading, valorizzazione, riqualificazione, sviluppo, ecc.), la durata e le modalità di distribuzione dei proventi che potranno essere ad accumulazione o a distribuzione. I primi, per strategia di investimento, si pongono l'obiettivo di realizzare plusvalenze con possibili tempistiche di medio lungo periodo e reinvestono i proventi realizzati in modo da incrementare il valore della quota e quindi quello del patrimonio, mentre i secondi si ripromettono investimenti qualitativi dell'immobile e del locatario talché possano essere realizzati ricavi stabili e si possa quindi programmare con regolarità la distribuzione di dividendi ai sottoscrittori.¹²

2.5 Il rendimento e il rischio per gli investitori

I due elementi di valutazione che l'investitore deve tenere presenti per un corretto apprezzamento delle qualità di un fondo immobiliare sono da un lato il rendimento atteso, dall'altro i

¹¹ AIAF, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, (2007), "Fondi immobiliari, Reits e SIC: evoluzioni parallele.

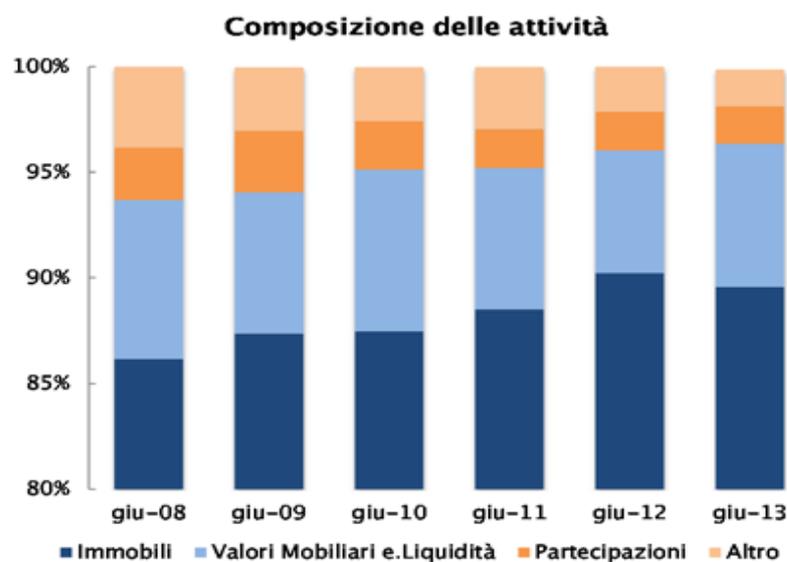
¹² Liera M., (2005), "Gli investimenti alternativi".

rischi connessi. Mentre il primo è di facile rilevazione, il rendimento storico di un fondo considerata la stabilità del sottostante patrimonio costituisce garanzia della rivalutazione di quanto investito, i secondi sono certamente plurimi e incidenti significativamente sulla scelta da parte del risparmiatore.

Nel fondo immobiliare il rendimento dipende da due elementi: il capital gain, ossia la plusvalenza che si realizza al momento della cessione del cespite ed il rendimento connesso alla messa a reddito dell'immobile per mezzo della stipula di contratti di locazione. È evidente poi che la tassazione della redditività come sopra determinata influenza il tasso di rendimento effettivo per cui in presenza di agevolazioni rispetto all'ordinaria tassazione migliora il rendimento mentre un eventuale inasprimento della stessa ne determina un decremento. La valorizzazione della quota partecipata/sottoscritta ne subirà le naturali conseguenze.

Nel contesto del rischio e del rendimento dei fondi immobiliari assume rilevanza la composizione delle attività del fondo (grafico 1), variata in misura poco significativa tra il 2012 e il 2013, ma in misura decisamente più rilevante rispetto al 2008/2009 con maggior concentrazione della componente immobiliare. Essa risulta pari all'89,5% (giugno 2013), ne consegue che le oscillazioni del mercato immobiliare hanno un impatto diretto ed immediato sulla valutazione del fondo ancorché, poi, rilevi sempre e comunque la redditività di detta componente.

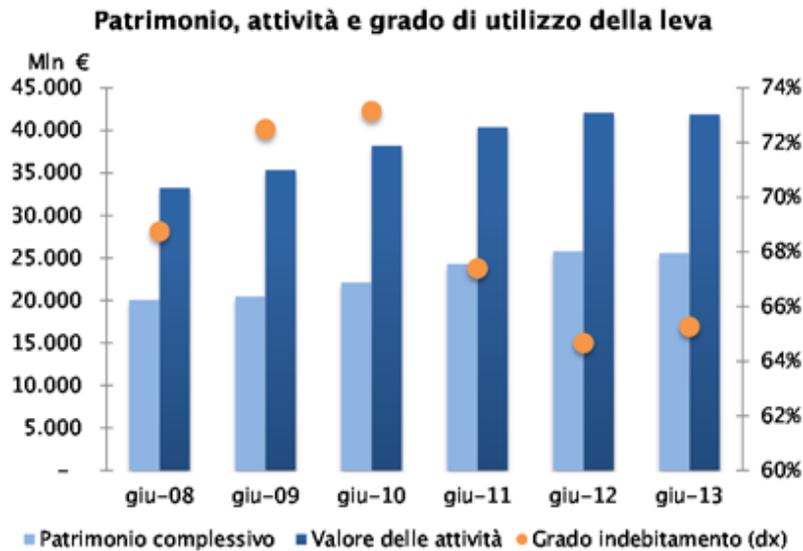
Figura 3. Gli investimenti realizzati dai fondi immobiliari



La performance ottenuta è influenzata fortemente dal grado di utilizzo della leva finanziaria e cioè delle operazioni di finanziamento effettuate per incrementare le attività investite. A giugno 2013 il grado di indebitamento era pari al 65% circa in crescita rispetto al semestre precedente ma non comparabile con i livelli del 2010 e degli anni precedenti (grafico 2).¹³

Figura 4 – Il ricorso alla leva finanziaria

¹³ Assogestioni, rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013.



Da ultimo si sottolinea come pur in presenza di una crisi congiunturale conclamata il settore dei fondi immobiliari ha comunque risentito in maniera meno significativa di tale contingenza.

Il NAV (*net asset value*) dei 358 fondi attivi a fine 2012 era pari a 37 miliardi di euro con previsione di ulteriore incremento per l'anno 2013. La performance riportata da scenari immobiliari per il 2012 evidenzia una variazione negativa dell'1,8% dovuta sia alle perdite di valutazione che agli effetti dell'imposta sugli immobili di impresa. I dati vengono riepilogati nel prospetto che segue (Tabella 1).¹⁴

¹⁴ Scenari Immobiliari "i fondi immobiliari in Italia e all'estero" rapporto 2013.

Mln di euro, 31 dicembre di ogni anno

Descrizione	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
N° fondi operativi ¹	186	238	270	305	312	358	370
Nav ²	23.940	27.600	31.200	34.000	36.100	37.000	38.100
Patrimonio immobiliare Detenuto direttamente	32.350	34.700	40.600	43.500	46.400	47.300	49.000
Indebitamento esercitato ³	14.280	15.900	22.700	24.800	28.500	29.700	---
Performance (Roe) ⁴ (val. %)	6,2	4,9	2,6	3,5	0,7	-1,8	---

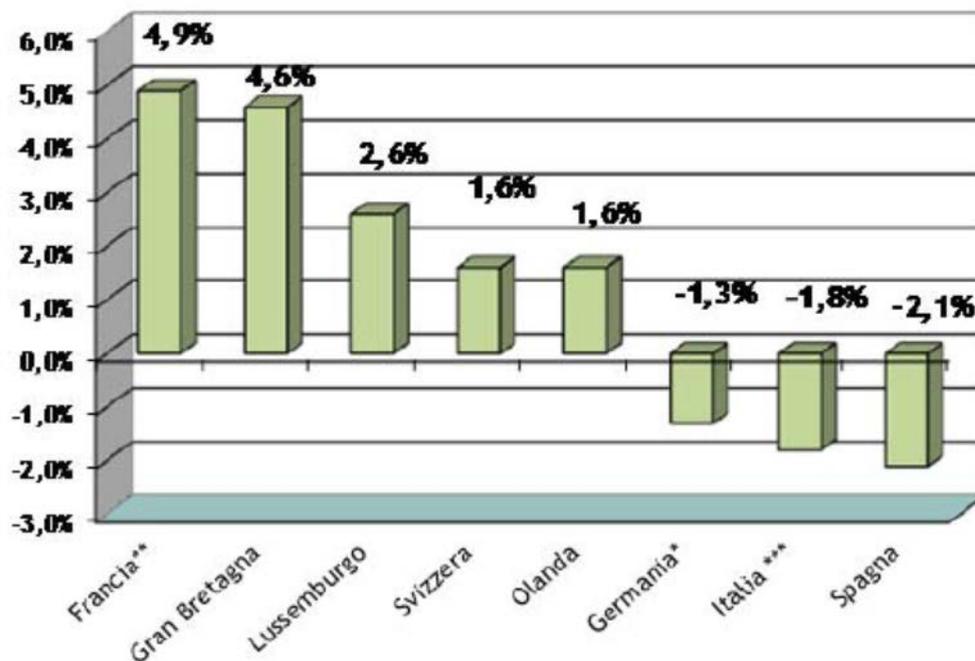
1. Fondi autorizzati dalla banca d'italia che hanno concluso il collocamento
2. Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno
3. Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)
4. Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: Scenari Immobiliari

Le performance dei fondi italiani rapportati a quelli europei ed alle medie dagli stessi registrate evidenziano significativi scostamenti.

In particolare la media dei fondi europei nell'anno 2012 rileva un risultato dell'1,3% con un oscillazione molto significativa all'interno dei vari paesi. La Francia e la Gran Bretagna hanno registrato ad esempio rendimenti superiori al 4,5% mentre la Germania, l'Italia e la Spagna mostrano performance negative.

Figura 5: *Roe medio, dicembre 2012.*



*in Germania la performance rappresenta la media dei fondi aperti riservati.

**in Francia la performance rappresenta la media delle SCPI non fiscali e delle OPCV.

***in Italia la performance rappresenta il Roe della totalità dei fondi retail e di un campione di fondi riservati.

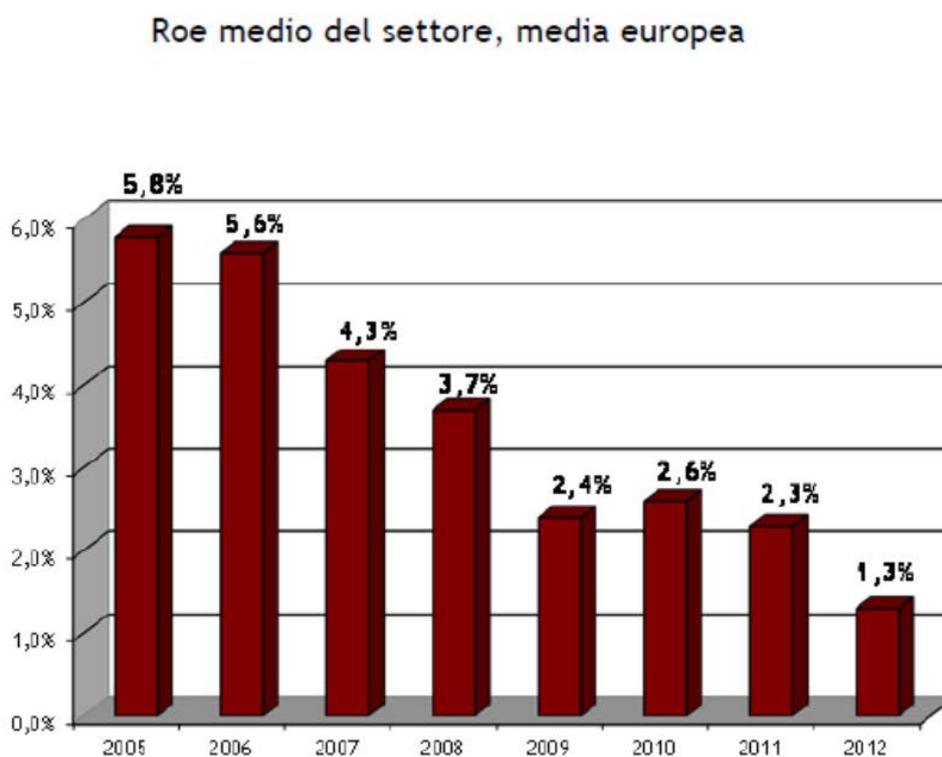
Fonte: Scenari Immobiliari

Maggiori dettagli sull'andamento degli ultimi otto anni possono essere desunti dalle figure 6 e 7 che seguono, che evidenziano le performance medie e quelle riferibili ai singoli paesi.

La prima mostra la progressiva flessione legata all'andamento dei rendimenti dell'intero settore immobiliare, ma anche ad uno

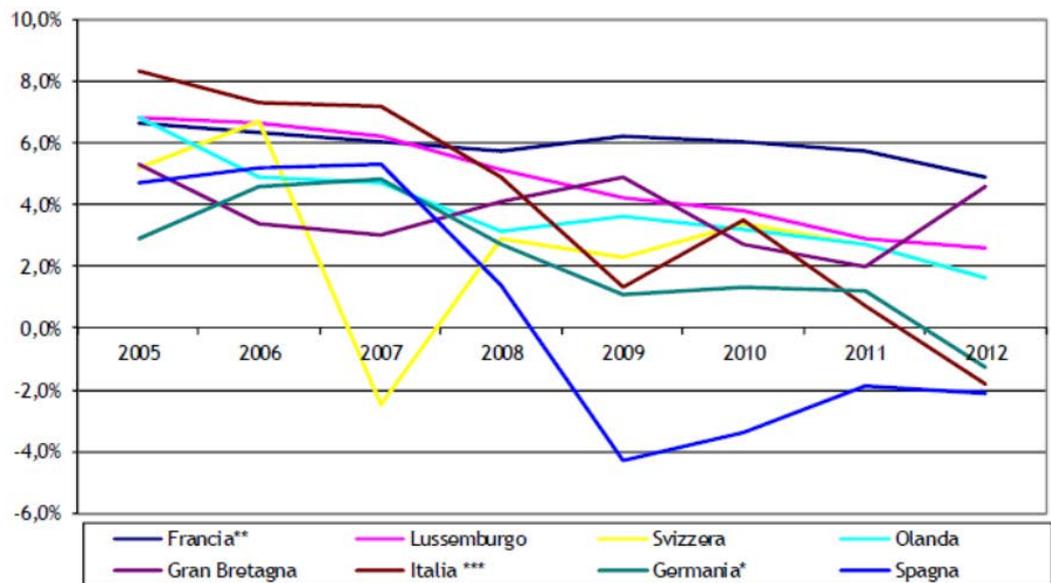
scenario competitivo sempre più complesso e ad un progressivo inasprimento dell'imposizione fiscale in molti Paesi.

Figura 6: *Roe, media europea, 2005-2012.*



Fonte: Scenari immobiliari

Figura 7: *Andamento ROE per singolo paese, 2005-2012.*



*in Germania la performance rappresenta la media dei fondi aperti riservati.

**in Francia la performance rappresenta la media delle SCPI non fiscali e delle OPCV (dal 2007).

***in Italia la performance rappresenta la media dei fondi retail e di un campione di fondi riservati.

Fonte: Scenari immobiliari

2.6 Conclusioni

Il capitolo ha presentato una sintetica ricostruzione storica e normativa della nascita in Italia dei fondi immobiliari e la sua evoluzione in termini di crescita significativa di un comparto dell'investimento privato nell'ambito di un settore tipicamente destinato al risparmio delle famiglie.

Il cespite immobiliare infatti per tradizione e consuetudine ha da sempre costituito una sensibile attrazione di giustificazione del risparmio, la sua redditività, la sua rivalutazione costante nel tempo, il sistema di tassazione riservato alle persone fisiche che prevede la non soggezione del plusvalore realizzato in assenza dell'intento speculativo che per legge risulta inesistente decorso un quinquennio dalla data di acquisizione, la garanzia da effetti inflattivi, sono sempre stati elementi che il privato ha considerato sostanziali e decisivi ai fini dell'investimento da effettuarsi.

Il dato storico della rivalutazione dell'immobile ha sempre confermato la bontà del tipo di investimento del "mattoncino". Solo nell'ultimo periodo, ma il tempo di osservazione può considerarsi ancora troppo breve, si è registrata una problematica nella quotazione anche conseguente alla crescente tassazione degli immobili.

Rispetto ai mercati esteri più avanzati l'Italia si è trovata a dover recuperare il terreno che la distanziava da questi con la emanazione di norme e regolamenti che oggi, peraltro, la pongono al pari di altre realtà e che attualmente si ritiene possano aver garantito lo sviluppo di un mercato molto rilevante e che evidenzia investimenti complessivi e patrimoni valorizzati di rilevanza assoluta.

3. L'evoluzione della finanza immobiliare: dai fondi immobiliari alle Società di investimento immobiliare quotate

3.1 Introduzione

Con l'introduzione dell'art. 1, commi da 119 a 141 della legge 27 dicembre 2006, n.296 (c.d. "Legge Finanziaria 2007"), il legislatore italiano ha introdotto e normato una nuova tipologia di veicolo societario: la SIIQ - Società di Investimento Immobiliare Quotata.

La finalità della norma è stata quella di prevedere la possibilità, per gli operatori del settore immobiliare, di disporre di uno strumento finanziario atto a convogliare gli investimenti con la finalità di dare impulso e sviluppo al mercato immobiliare, anche con riguardo al settore specifico delle locazioni.¹⁵

Il modello di riferimento che ha ispirato l'introduzione in Italia delle SIIQ è quello dei c.d. *Real Estate Investment Trusts* (c.d. *Reits*), già conosciuti e diffusi negli USA e nei principali Paesi della UE.

¹⁵ Avolio D. , "Le società di investimento immobiliare quotate" in Corriere tributario , 2007.

Le SIIQ si affiancano ai Fondi Comuni d'Investimento Immobiliari, e per alcuni aspetti costituiscono uno “strumento” parzialmente sovrapponibile alle stesse.¹⁶

Le SIIQ, però, godono di uno speciale regime opzionale civile e fiscale, subordinato alla sussistenza di requisiti soggettivi e oggettivi che in questo capitolo verranno sinteticamente illustrati.

La peculiarità del regime fiscale applicabile, attiene al “momento” di tassazione del reddito derivante dalla attività della SIIQ, coincidente non alla realizzazione dello stesso bensì al momento della distribuzione al “socio”.

L'imposizione viene realizzata mediante l'applicazione di una ritenuta alla fonte del 20% (15% se si tratta di risultati provenienti da locazioni a canone concordato).

Condizione del regime opzionale appena descritto è l'obbligo in capo alla “Società” di distribuire annualmente gran parte dell'utile realizzato (pay-out dell'85%).

Premesso quanto sopra, il presente capitolo evidenzierà la SIIQ e le differenze principali rispetto ai *REITs* e la normativa di riferimento applicabile sotto un profilo fiscale, civile, del regime di controllo e le differenze rispetto a quelle inerenti i fondi comuni di investimento immobiliare.

¹⁶ AA.VV, a cura del Centro Studi Finanziari, Giuridici e Sociali (2008), “Guida alla tutela del patrimonio”, LE FONTI.

3.2 Definizione di SIIQ e differenze rispetto ai REIT

La SIIQ è una società per azioni, residente nel territorio dello Stato, che svolge attività prevalente di locazione immobiliare e le cui partecipazioni sono negoziate in mercati regolamentati.¹⁷

Sono residenti le Società che “per la maggior parte del periodo d’imposta hanno la sede legale o la sede dell’amministrazione o l’oggetto principale nel territorio dello Stato”¹⁸.

È prevalente l’attività di locazione immobiliare se gli immobili destinati alla locazione rappresentino almeno l’80% dell’attivo patrimoniale e se i ricavi provenienti da tale attività costituiscano l’80% dei componenti positivi del conto economico.

La Finanziaria 2007 (legge 27 dicembre 2006, n.296), istitutiva delle SIIQ quali nuovo strumento di investimento immobiliare, si è posta gli obiettivi di natura macroeconomica di:

- a) Accrescere la funzionalità del mercato immobiliare, incentivando il conferimento di patrimoni reali a gestori professionali sottoposti ai controlli tipici delle società quotate e a precisi obblighi di trasparenza informativa.
- b) Concorrere allo sviluppo del mercato azionario in termini di capitalizzazione e liquidità.
- c) Orientare il risparmio diffuso verso l’investimento immobiliare indiretto.¹⁹

¹⁷ Cacciamani C.(2012), “Real Estate”, EGEA.

¹⁸ Art. 73, c.3, del TUIR.

Si è voluto, in sostanza, offrire al mercato degli investitori privati e delle istituzioni un'ulteriore opportunità rispetto ai Fondi chiusi immobiliari, con i quali, pur condividendo la specializzazione nel real estate, si differenzia dagli stessi per la tipologia dell'investimento immobiliare prevalentemente destinato alla locazione e per l'essere gestiti direttamente da Organi societari espressione degli investitori nella società.

Altra indiscussa finalità della norma in commento, dettata dalla necessità di adeguarsi a sistemi già previsti in altri paesi, è stata quella di frenare la fuga di capitali verso quei paesi nei quali tale strumento finanziario era già regolamentato e contestualmente di dare un nuovo slancio al settore degli affitti e degli immobili.

La SIIQ segue sostanzialmente il modello del *real estate investment trust* (Reits), previsto negli Stati Uniti sin dal 1960 quale strumento di investimento negli assets immobiliari di riferimento sia del mercato nazionale che di quello internazionale nonché dei piccoli risparmiatori.

Le specificità principali dei REITs possono individuarsi nell'obbligo di distribuzione dei profitti sotto forma di dividendi ai soci/investitori nella misura dell'80/100%; nella compagine azionaria composta almeno da 100 azionisti (il 50% delle azioni non può essere detenuto direttamente o indirettamente da 5 o meno soci); il patrimonio deve essere composto nella misura del 75% da diritti reali immobiliari, strumenti di liquidità e titoli pubblici e del restante 25% da titoli di altri REITs controllati; i

¹⁹ Delli Santi R., Mantella S.(2009), "Capital Market e Real Estate", EGEA.

ricavi, almeno per il 75%, devono derivare dalla attività immobiliare.

Importanti elementi di valutazione dei REITs possono essere ricondotti anche a:

1. L'elevata liquidità a differenza dell'investimento diretto nel real estate;
2. La diversificazione degli investimenti, in immobili ad uso residenziale, ad ufficio, centri commerciali, hotel, ospedali/cliniche ed addirittura cinema, campi da golf o prigioni (negli stati uniti), con conseguente minimizzazione del rischio;
3. La *governance* societaria che consente l'effettiva gestione diretta dei soci;
4. Un rendimento, sotto forma di dividendi, in linea di principio più stabile.²⁰

Rinviando alla trattazione puntuale della normativa applicabile alle SIIQ nei paragrafi successivi, nella tabella che segue sono evidenziate le principali differenze tra la SIIQ e il REIT.

²⁰ AIAF, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, (2007), "Fondi immobiliari, Reits e SIIQ: evoluzioni parallele.

Tabella 1:

PAESE

CARATTERISTICHE	ITALIA	USA
Denominazione	SIIQ	Reit
Anno introduzione	2007	1960
Quotazione	Obbligatoria	Quotati e non quotati
Compagine azionaria	<p>1) nessun socio può detenere più del 51% dei diritti di voto e dei diritti di partecipazione agli utili.</p> <p>2) almeno il 35% delle azioni deve essere detenuto dai soci che non possiedono, al momento dell'opzione, più del 2% dei diritti di voto e dei diritti di partecipazione agli utili</p>	Almeno 100 azionisti, 5 o meno azionisti detengono non più del 50%
Composizione del patrimonio	Gli immobili detenuti a titolo di proprietà o di altro diritto reale, a titolo di locazione finanziaria nonché le partecipazioni finanziarie in altre SIIQ e SIINQ devono rappresentare almeno l'80% dell'attivo patrimoniale.	<p>1) almeno il 75% costituito da diritti reali immobiliari, strumenti di liquidità e titoli pubblici.</p> <p>2) non più del 20% da titoli di altri veicoli di investimento immobiliare controllati.</p> <p>3) non più del 5% da altri titoli</p>
Fonte dei redditi	I proventi provenienti dall'attività di locazione immobiliare nonché i dividendi relativi alle partecipazioni detenute in SIIQ e SIINQ devono rappresentare almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico	<p>1) almeno il 75% dell'utile lordo deve provenire da operazioni immobiliari.</p> <p>2) almeno il 95% dell'utile lordo deve provenire da operazioni immobiliari includendo anche altre fonti come dividendi e interessi.</p>
Requisito distribuzione	Almeno l'85% dell'utile derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso delle partecipazioni	

	in SIIQ e SIINQ deve essere obbligatoriamente distribuito in ciascun esercizio.	Almeno il 90% dei redditi deve essere distribuito annualmente.
Indebitamento	Non è indicato un ammontare predefinito ma secondo i requisiti statutari è necessario rispettare il limite massimo di leva consentito a livello individuale e di gruppo.	Nessun limite
Fiscalità dei Reit	1) Applicazione dell'imposta di ingresso 2) Esenzione per i redditi derivanti dall'attività non imponibile	Esenzione
Fiscalità del socio	E' necessario distinguere a seconda che si tratti dei redditi distribuiti, delle plusvalenze derivanti dai conferimenti e degli apporti o delle plusvalenze derivanti dalla dismissione delle partecipazioni.	Ritenuta all'atto della distribuzione

Fonte: Methorios Capital S.p.A "Fondi immobiliari e SIIQ: strumenti di investimento immobiliare e regime fiscale agevolato" ottobre 2009.

Dalla tabella che precede viene evidenziata una significativa similitudine tra i due veicoli di investimento con differenze minimali in termini percentuali di compagine societaria ovvero di quella patrimoniale od ancora di quella economica ed infine in termini di distribuzione del risulta. Mentre e certamente importanti sono gli obblighi di quotazione dell'una, facoltativa

per l'altro, le possibilità di indebitamento ed infine la disciplina fiscale.

3.3 La normativa di riferimento

La normativa di riferimento delle SIIQ va individuata nella legge 27 dicembre 2006, n.296 (legge finanziaria 2007) cui hanno fatto seguito le disposizioni contenute nel regolamento di attuazione del ministro dell'Economia e delle Finanze del 7 settembre 2007, n. 174 ("Decreto") e il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate del 28 novembre 2007 ("Provvedimento") nonché la Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.8/E del 31 gennaio 2008 ("Circolare").

Sostanzialmente tutta la normativa riguarda i requisiti soggettivi, statutari, oggettivi, finalizzati a poter usufruire del "regime agevolato" introdotto con la finanziaria del 2007.²¹

Tra i primi, come già ricordato nel paragrafo precedente, rileva ai fini del regime speciale applicabile, che la SIIQ²²:

1. Sia costituita in forma di società per azioni;
2. Sia residente, ai fini fiscali, nel territorio dello stato;

²¹ Casertano G.,(2011), "Finanza real estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento", CEDAM.

²² Arquilla N. , "Disciplina delle Siiq e fondi d'investimento immobiliare" in Corriere tributario , 2007.

3. Svolga in via prevalente attività di locazione immobiliare;
4. Abbia i propri titoli di partecipazione negoziati in mercati regolamentati negli Stati membri dell'unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo.

Lo statuto della SIIQ, come previsto dal "Decreto", deve prevedere:

1. Le regole adottate dalla Società in materia di investimenti;
2. I limiti relativi alla concentrazione dei rischi sugli investimenti e di controparte;
3. Il coefficiente soglia di leva finanziaria ammesso, a livello individuale e consolidato.

In merito a tali limiti, non sono stati fissati specifici parametri di riferimento con l'obbligo da parte delle SIIQ di darne conto esplicitamente nell'informativa finanziaria infra annuale e nella relazione sulla gestione. Per altro viene sancito che la SIIQ è soggetta al controllo da parte della Banca D'Italia e della Consob nell'ambito dei rispettivi poteri.²³

Inoltre tra i requisiti specifici delle SIIQ si prevede che nessun socio debba possedere direttamente o indirettamente più del 51% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e, al tempo stesso, più del 51% dei diritti di partecipazione agli utili societari; il flottante deve essere pari almeno al 35% delle azioni e nessun

²³ Art. 3 Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.174 del 7 settembre 2007.

socio deve possedere di questo più del 2% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più del 2% dei diritti di partecipazione agli utili societari. Le disposizioni richiamate sono finalizzate ad assicurare la diffusione e il frazionamento del capitale sociale.

In merito al diritto di voto e/o alla partecipazione agli utili la circolare n. 8/E del 2008 ha chiarito che, per il computo di questi, rilevano anche le azioni date in pegno, qualora sia concordato che il diritto di voto nell'assemblea ordinaria ed il diritto di partecipazione agli utili spettino comunque al titolare delle stesse.

Passando all'esame dei requisiti oggettivi (art.1, c.1 del "Decreto"), rilevano ai fini della individuazione dell'attività di locazione immobiliare le seguenti fattispecie:

1. L'attività di locazione di immobili posseduti a titolo di proprietà, di usufrutto o di altro diritto reale immobiliare, nonché in base a contratti di locazione finanziaria;
2. L'attività di locazione derivante dallo sviluppo del compendio immobiliare;
3. Il possesso di partecipazioni, costituenti immobilizzazioni finanziarie in altre SIIQ o in società di locazione immobiliare non quotate (SINQ);

4. L'attività di affitto di azienda alla parte relativa agli immobili che fanno parte del compendio aziendale.

Affinché l'attività di locazione immobiliare sia svolta in via prevalente, occorre che siano rispettati determinati parametri patrimoniali e reddituali: gli immobili posseduti a titolo di proprietà o di altro diritto reale, e quelli detenuti in locazione finanziaria, destinati all'attività di locazione immobiliare devono rappresentare almeno l'80% dell'attivo patrimoniale e i ricavi provenienti da essa devono rappresentare almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico.

I suddetti requisiti, così come l'opzione per il regime speciale, devono essere rispettivamente posseduti ed esercitati entro la fine del periodo di imposta precedente a quello in cui si beneficia dell'agevolazione fiscale.

3.4 Il regime fiscale speciale delle SIIQ

L'accesso allo speciale regime civile e fiscale (disciplinato dalla Legge Finanziaria 2007 e dai provvedimenti ad essa collegati) è costituito dalla "opzione", l'esercizio della quale comporta l'inversione del principio impositivo adottato in ambito IRES, tendente ad assoggettare a tassazione l'utile al momento della sua produzione in capo alla stessa società che lo ha prodotto piuttosto che in sede di distribuzione.

L'esercizio dell'opzione comporta, infatti, l'esenzione del reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare sia ai fini IRES che IRAP, sicché la parte di utile ad esso corrispondente viene assoggettata integralmente a tassazione all'atto della distribuzione in capo ai soggetti partecipanti, diversi dalle SIIQ, mediante applicazione di una ritenuta operata a titolo di acconto in capo ai soggetti imprenditori e a titolo di imposta nei confronti degli altri soggetti (con aliquota del 20% ridotta al 15% per gli utili derivanti da locazioni di immobili ad uso abitativo con contratto concordato ex legge 431/1998).²⁴

Tuttavia la disciplina subordina l'applicazione del regime speciale al rispetto di rigidi parametri patrimoniali e reddituali di prevalenza dell'attività immobiliare pur non richiedendo che quest'ultima venga svolta in via esclusiva. La società può svolgere, in via marginale o residuale, attività diverse da quella "immobiliare", distinguendo la "gestione esente" dalla "gestione imponibile" mediante l'adozione di contabilità separata.

Rientrano nella "gestione esente" i ricavi derivanti dall'attività di locazione degli immobili e i dividendi derivanti dalle partecipazioni in altre SIIQ o SIINQ, formati a loro volta con ricavi derivanti dalla locazione immobiliare. Mentre per i redditi derivanti da attività diverse da quella di locazione immobiliare, costituenti la "gestione imponibile", continueranno ad applicarsi

²⁴ Studio Consiglio Nazionale del Notariato 15.6.2012 n. 98-2012/T, "Conferimento di immobili in società di investimento immobiliare (SIIQ e SIINQ) e fiscalità indiretta", EUTEKNE.

le ordinarie regole di determinazione e tassazione del reddito conseguito.

Ai fini di godere del beneficio fiscale derivante in principio del presente paragrafo richiamato, la SIIQ ha l'obbligo di distribuire in ciascun esercizio ai soci almeno l'85% del minore tra l'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e l'utile civilistico complessivo, con previsione che la mancata osservanza di tale obbligo comporta la definitiva cessazione dal regime speciale, a decorrere dallo stesso esercizio di formazione degli utili non distribuiti.²⁵

Previsione normativa peculiare attiene alla tassazione delle plusvalenze latenti, al netto delle minusvalenze, al momento dell'accesso al regime agevolativo opzionale. Essa prevede la corresponsione di un'imposta sostitutiva, exit tax o imposta di ingresso del 20%. Infatti al momento dell'ingresso al regime opzionale si presume il realizzo a valore normale degli immobili nonché dei diritti reali su immobili destinati alla locazione posseduti dalla società alla data di chiusura dell'ultimo esercizio in regime ordinario.

²⁵ Del Federico L., "Regime fiscale delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)" in *Il fisco*, 2007.

3.51 criteri per l'ammissione alla quotazione

Ai sensi dell'art. 1 co. 119 della L. 296/2006, come modificato dall'art. 1 co. 374 della L. 244/2007, affinché si configuri una SIIQ, è necessario che la spa, residente in Italia ai fini fiscali, sia quotata in un mercato regolamentato italiano, ovvero di altro Stato membro aderente all'UE ed all'Accordo sullo spazio economico europeo incluso nella lista di cui all'art. 168-bis, comma 1, TUIR (Paesi e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni).²⁶

Attraverso la quotazione il legislatore ha voluto non solo sottoporre le SIIQ alla speciale disciplina sostanziale e informativa che regola gli emittenti aventi strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, caratterizzata dall'assoggettamento a controlli pubblici e privati, ma ha anche inteso rendere accessibili i benefici attesi dallo sviluppo di questa asset class al pubblico degli investitori retail.

In sostanza la società di investimento immobiliare deve prima seguire le procedure specifiche previste per l'ammissione alla quotazione in borsa e quindi la disciplina relativa agli emittenti quotati, trova immediata applicazione prescindendo dalla qualifica di SIIQ. Infatti per queste ultime l'ammissione alle negoziazioni è un prerequisite per l'applicazione del regime fiscale speciale.

²⁶ Corradin C., Cotto A., Spina S., Zanetti E., (2009), "Immobili", Eutekne.

Una SIIQ fintanto che non le venga riconosciuto, dopo la quotazione, il diritto di avvalersi dello speciale regime fiscale, non può essere considerata tale.

La disciplina dell'ammissione alle negoziazioni ha pertanto un ambito molto ampio, dovendo trovare applicazione rispetto a società immobiliari che potranno diventare SIIQ ma che potrebbero anche non mirare direttamente o immediatamente a ottenere l'applicazione del regime fiscale previsto per le SIIQ. Borsa Italiana ha individuato quale presupposto dell'applicazione della disciplina di cui al Regolamento dei Mercati nell'effettiva attività svolta in via prevalente dall'emittente e non nella qualifica di SIIQ. Le società immobiliari interessate ad avvalersi dello specifico regime fiscale si presentano in quotazione come società che svolgono in via prevalente un'attività di investimento e/o locazione in campo immobiliare.

Il regolamento dei mercati di Borsa Italiana ("Regolamento") prevede due distinti mercati, il mercato Expandi e il mercato principale Mercato Telematico Azionario (MTA).²⁷

Nel primo caso la società di investimento immobiliare viene convenzionalmente denominata REIC - Real Estate Investment Companies. La disciplina applicabile è caratterizzata dalla semplificazione della documentazione richiesta e verificata in sede di "listing" e allo stesso tempo dalla individuazione di

²⁷ Delli Santi R., Mantella S.(2009), "Capital Market e Real Estate", EGEA.

specifici presidi operativi, tali da garantire un'adeguata protezione del mercato e degli investitori.

Specificatamente Borsa Italiana ha stabilito, a protezione degli investitori e a garanzia del mercato, che la Società non possa investire in un unico bene immobile più di un terzo delle proprie attività, così imponendo una certa diversificazione del portafoglio tale da limitare i rischi derivanti da una concentrazione degli investimenti in pochi immobili, e che i ricavi da uno stesso locatario o da locatari di uno stesso gruppo non eccedano il 20% del totale dei ricavi derivanti da locazione, affinché venga ampliata la platea dei locatari riducendo conseguentemente l'esposizione al rischio delle singole posizioni creditorie.

Le condizioni richieste per l'ammissione al mercato Expandi consistono nella capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 40 milioni di euro²⁸, ad un flottante di ammissione pari al 35% e ad aver eseguito investimenti per almeno il 50% delle proprie attività entro la data di avvio alle negoziazioni.

Sotto un profilo di governance, specifico requisito di ammissione e permanenza al mercato, riguarda l'esperienza del "management": almeno tre tra i componenti dell'organo amministrativo e dirigenti devono aver maturato un'esperienza complessiva di almeno un triennio nella gestione degli investimenti immobiliari della dimensione di quelli oggetto dell'investimento e della gestione da parte della REIC. Inoltre,

²⁸ La soglia di capitalizzazione prima del 23 luglio 2008 era di 200 milioni di euro.

come per tutti gli emittenti che si quotano sul mercato Expandi, deve essere individuato un “listing partner”, la cui funzione principale è la collaborazione e la consulenza a supporto dell'emittente ai fini di un ordinato svolgimento della procedura di ammissione.

L' ammissione alla quotazione sul mercato MTA –Mercato Telematico Azionario-, richiede alle società una diffusione per almeno il 25% del capitale sociale, per cui le azioni devono essere ripartite presso gli investitori professionali oltre che presso gli investitori non professionali, richiede inoltre che si abbiano almeno tre bilanci, la nomina di uno Sponsor, il quale ha il compito di rilasciare a Borsa Italiana una serie di attestazioni aventi a oggetto le caratteristiche dello strumento finanziario e la situazione dell'emittente, ed infine l'esercizio da parte dell'emittente di un'attività capace di generare ricavi e che l'attivo di bilancio ovvero i ricavi non siano rappresentati in misura preponderante dall'investimento in una società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

Accertata la sussistenza dei requisiti sopra individuati e quindi concessa l'ammissione al mercato Expandi ovvero al MTA la REIC/SIIQ sarà soggetta tutti gli obblighi previsti in via generale per gli emittenti aventi strumenti finanziari quotati in

un mercato regolamentato, ivi compresi quelli di informativa continua, periodica o straordinaria.²⁹

3.6 SIIQ e fondi immobiliari a confronto: discipline e problemi

Le SIIQ ed i Fondi Immobiliari, pur appartenendo al settore del mercato immobiliare gestito, presentano significative differenze, mettendo a confronto le due discipline si possono riscontrare numerose criticità.

Prima significativa diversità tra le due fattispecie in argomento riguarda la mancata reciprocità. I Fondi immobiliari hanno la facoltà di procedere ad investimenti acquisendo quote del capitale delle SIIQ, al contrario per le SIIQ sussiste un divieto di acquisizione di quote di Fondi Immobiliari.

Altrettanto significativa differenza attiene la tutela del patrimonio sociale della SIIQ rispetto al Fondo.

Il patrimonio delle prime può essere oggetto di aggressione da parte dei soggetti creditori; per i Fondi, i cui patrimoni, autonomi e separati rispetto a quelli della SGR che li ha istituiti

²⁹ Titolo II del Regolamento Consob Emittenti n.11971/99 (RE).

o li gestisce, non sono aggredibili né da parte dei creditori del Fondo né da parte dei creditori dei partecipanti.³⁰

Sotto il profilo della vigilanza merita sottolineare che i Fondi immobiliari sono sottoposti a una duplice forma di controllo, sulla SGR quale soggetto istitutore e sul Fondo quale prodotto finanziario, controllo sia sotto il profilo della composizione patrimoniale sia sotto quello degli investimenti e della concentrazione dei rischi. Le SIIQ, invece, sono soggette alla vigilanza informativa da parte della CONSOB ed ad una vigilanza prudenziale stabilita dai regolamenti di attuazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Anche sotto il profilo della *governance*, importanti sono le differenze tra SIIQ ed i Fondi Immobiliari. In questi ultimi a differenza degli altri prodotti del risparmio gestito, alla *governance* propria della SGR, quale società di capitali, si affianca una *governance* propria del fondo attraverso la quale i titolari di quote possono trovare espressione e esercitare poteri di intervento nella gestione stessa del Fondo. È, infatti, prevista un'assemblea dei partecipanti che può deliberare, fra l'altro, la sostituzione della SGR istitutrice del fondo, la modifica della politica di investimento nonché la richiesta di ammissione a quotazione delle quote del fondo.

Sotto il profilo fiscale, infine e come già trattato nel paragrafo 3.4, le SIIQ, possono optare per un regime fiscale agevolato,

³⁰ Amorosino S., (2008), "Manuale di diritto del mercato finanziario", Giuffrè editore.

simile a quello previsto ordinariamente per i Fondi Immobiliari,-
esenzione dalla tassazione dei redditi in capo alla società e
conseguente tassazione al momento della distribuzione in capo
agli investitori, con aliquota del 20% o del 15%, - pur con il
limite che tale regime è applicabile ai soli redditi derivanti
dall'attività di locazione ed ai dividendi distribuiti da altre SIIQ.
Eventuali altre componenti positive, quali plusvalenze da
vendita degli immobili o di partecipazioni in altre SIIQ, ovvero
derivanti dallo svolgimento di altre attività sono soggette a
tassazione secondo le regole ordinarie.³¹

3.7 Conclusioni

Il presente capitolo descrive lo sviluppo che ha interessato la c.d.
“finanza immobiliare” con l'istituzione delle Società di
Investimento Immobiliare quotate, naturale, rispetto alle
esperienze dei mercati esteri, evoluzione del Fondo Immobiliare.

Sinteticamente vengono individuate ed espone le normative di
riferimento nonché lo speciale regime fiscale agevolativo
applicabile, con particolare riguardo all' “opzione” ed alla
tassazione derivante dagli utili conseguiti in capo al partecipante
piuttosto che al soggetto società. Tale regime è certamente
incentivante lo sviluppo di questo strumento e la finalità dello

³¹ Cammarano G., “SIIQ e fondi immobiliari: discipline a confronto e problemi aperti”, Assogestioni.

stesso è appunto l'incremento del settore immobiliare in generale.

Sono state evidenziate le condizioni soggettive e oggettive che consentono alle suddette società di essere qualificate quali SIIQ, che per loro natura integrano soggetti quotati. Tra queste ultime meritano essere ricordate la composizione del patrimonio e la prevalenza della tipologia di attività.

4. Performance di borsa di IGD e Beni Stabili

4.1 Introduzione

In Italia nel 2006 è stata introdotta la regolamentazione delle cosiddette SIIQ (Società di investimento immobiliare quotate).L' auspicio era quello di, sulla scorta della esperienza francese, consentire la diffusione e lo sviluppo di "property company" di dimensioni continentali similari allo strumento dei REITs che rappresentavano lo strumento principale di investimento immobiliare indiretto.

Purtroppo le aspettative di sviluppo dello strumento sono state totalmente deluse e ad oggi sul mercato esistono soltanto due SIIQ.

Il quadro normativo ha certamente contribuito a limitare le auspicate opportunità di crescita del settore.

La legittima richiesta di correttivi, non avrebbe certo potuto costruire l'unico elemento utile a garantire un ampliamento del mercato, infatti all'approccio normativo, al fine di colmare stabilmente il divario che separa l'Italia dagli altri Paesi europei sul fronte degli investimenti immobiliari corporate, si sarebbe dovuto accompagnare il superamento di retaggi culturali che impediscono la definizione di assetti societari compatibili con il raggiungimento dell'obiettivo, e la promozione di prassi

operative e di comunicazione tali da rendere il mercato maggiormente omogeneo e trasparente.

Se sul primo aspetto non è lecito attendersi significativi passi avanti, quantomeno in tempi brevi, sul secondo è auspicabile uno sforzo che vada oltre il formale rispetto delle prescrizioni normative. È sui temi della trasparenza e dell'effettiva omologazione a standard internazionali che l'industria immobiliare è chiamata a compiere ulteriori passi avanti per evitare che l'attuale impasse congiunturale si trasformi in inadeguatezza strutturale.³²

Il presente capitolo si propone di esaminare dapprima la storia delle due sole SIIQ operative in Italia, Beni Stabili SpA ed IGD SpA, per poi affrontare il tema dei possibili effetti conseguenti all'intervenuta qualificazione della Società ammessa al mercato una volta acquisita, per effetto dell'opzione, la qualifica di SIIQ.

Inoltre nei paragrafi conclusivi vengono espone le performance delle quotazioni intercorse ante e post acquisizione della qualifica di SIIQ delle due società con evidenza dei risultati di raffronto tra periodo antecedente e successivo.

³² Nomisma – Società di Studi Economici S.p.A., “V rapporto sulla finanza immobiliare”, 2012.

4.2 Le SIIQ in Italia

In Italia, la presenza delle cosiddette SIIQ è decisamente limitata; ad oggi solo due (Beni Stabili e IGD) sono le società presenti sul mercato.

La normativa speciale palesa certamente delle criticità che ne hanno frenato la diffusione. Il Comitato tecnico di Assoimmobiliare che su tali aspetti ha riflettuto, ha rimarcato alcuni dei principali punti:³³

1) Costo di accesso al “regime SIIQ”.

L’accesso al regime prevede un’imposta di ingresso pari al 20% (entry tax). La disposizione normativa appare non coerente con l’attuale regime di tassazione teorica pari a 31,4% (IRES + IRAP). Si tratta di un’aliquota d’imposta elevata rispetto ad alcuni Paesi europei, come gli UK-REIT (2%) e SIIC francesi (19%);

2) Vincoli per le SIIQ

Il regime speciale può essere esteso, in presenza di opzione congiunta, alle Società per azioni non quotate residenti nel territorio dello Stato (SIINQ), svolgenti anch’esse attività di locazione immobiliare in via prevalente; la condizione è però che una SIIQ, anche congiuntamente ad altre, possieda almeno il 95% dei diritti di partecipazione agli utili. Risulterebbe

³³ Crisafi P., “Fondi Immobiliari e SIIQ: strumenti su cui “investire” per la ripresa”.

opportuno per gli operatori abbassare il limite del 95% per favorire l'integrazione dei gruppi immobiliari;

3) Asset Test e Profit Test

I parametri oggettivi dell'"asset test" e del "profit test" sono considerati dagli operatori troppo elevati: andrebbero applicate percentuali più favorevoli, sul modello degli UK-REIT (75%) e dei G-REIT (75%).

4) Tassazione delle plusvalenze

Non sono comprese nel reddito esente, diversamente dai Fondi comuni di investimento immobiliare, le plusvalenze derivanti dalla cessione di immobili o diritti reali. Tale disposizione crea uno svantaggio competitivo della normativa SIIQ italiana rispetto, ad esempio, a quella francese in cui è prevista la detassazione delle plusvalenze.

5) Obbligo di distribuzione degli utili esenti.

L'elevato quoziente di distribuzione minima richiesto per legge (almeno l'85% dell'utile netto derivante dalla gestione esente), diminuisce, di fatto, la possibilità di reinvestimento. Sarebbe opportuno proporre, al fine di introdurre un elemento di differenziazione in chiave competitiva delle SIIQ italiane, una riduzione, compresa tra il 70% e l'80%, della pay-out ratio.

Di seguito qualche dato informativo sulle due SIIQ italiane, Beni Stabili Spa e IGD Spa.

4.2.1 Beni Stabili

Beni Stabili è presente nel mercato immobiliare italiano da oltre cento anni ed ha recentemente assunto lo status di Società di Investimento Immobiliare Quotata.³⁴

Di fatto essa nasce nel 1904 con la costituzione dell'Istituto Romano di Beni Stabili, la cui finalità è quella di modernizzare l'abitazione romana attraverso l'offerta di servizi basilari di qualità rivolti all'inquilino.

Tuttavia è nel 1987 che si conosce la Beni Stabili SpA, ex Sacip (Società Anonima Commerciale Immobiliare Padovana SpA), che rimane quotata alla borsa di Venezia come lo era quest'ultima.

Dopo il 1997 la società subisce significativi ed importanti cambiamenti.

Passa sotto il controllo bancario della Sanpaolo IMI e viene ritirata dal mercato della Borsa Italiana per farne rientro nel novembre 1999, successivamente al perfezionamento di uno spin-off immobiliare del Gruppo SanPaolo IMI.

³⁴ www.benistabili.it

A quella data il flottante rappresentava il 53% del Capitale ed il restante 47% era in mano al sistema bancario.

Dopo operazioni immobiliari che hanno visto incrementare significativamente il patrimonio immobiliare della Beni Stabili SpA (acquisto di beni immobili della Telecom Italia per circa 2900 milioni di euro), nel 2001 la CFI (Compagnia Finanziaria d'Investimento) diviene azionista di riferimento. Beni Stabili Spa cambia management e strategia. La CFI è una società immobiliare il cui azionariato è composto da diciannove azionisti del Nord-Est italiano, tra cui spiccano i nomi di Leonardo del Vecchio, Gilberto Benetton e di altri importanti imprenditori.

Successivamente, dopo operazioni di cessione di partecipazioni, di scissioni e di acquisto di parte del patrimonio immobiliare di Banca Intesa la Compagnia Finanziaria di Investimento viene acquistata al 100% da Leonardo Finanziaria Srl (Società controllata al 100% da Leonardo Del Vecchio).

Al 31 gennaio 2005, il principale socio risulta essere Leonardo del Vecchio, che detiene oltre il 34% del capitale azionario.

Nel gennaio 2006 Beni Stabili Gestioni S.p.A. perfeziona l'acquisto di un centro commerciale noto come ex officine Minganti, a Bologna e negli anni a seguire conclude importanti operazioni che la portano a divenire protagonista nel mercato immobiliare italiano, quotata alla Borsa di Milano e di Parigi, con un patrimonio al 31 dicembre 2013 pari a 4,157 miliardi di Euro, composto da immobili situati nelle più grandi città del

Nord e Centro Italia, prevalentemente investito nel settore uffici e retail.

Il modello di business, oramai consolidato, è composto da tre aree ben distinte tali da sfruttare le opportunità dei diversi segmenti del mercato immobiliare:

1. Lease Management che si occupa della gestione nel medio-lungo termine degli immobili di elevata qualità, locati con rendimenti di mercato, con contratti di affitto di lunga durata e con conduttori di elevato standing.
2. Development che si occupa della creazione, strutturazione e gestione di immobili e/o portafogli di immobili ad uso prevalentemente terziario-commerciale, da destinare alla locazione.
3. Asset Management che mira alla massima valorizzazione del portafoglio, con l'obiettivo di ottimizzare il valore dei singoli immobili anche attraverso la rotazione.

4.2.2 IGD

La IGD-Immobiliare Grande Distribuzione viene costituita nel 1997 ed è stata la prima società ad acquisire la qualifica di SIIQ. Essa è protagonista nella grande distribuzione del settore

immobiliare italiano ed il core business è focalizzato sui centri commerciali di medie/grandi dimensioni.³⁵

La società acquisisce il patrimonio immobiliare iniziale in conseguenza dei conferimenti di due soci, Coop Adriatica e Unicoop Tirreno, raggiungendo progressivamente una massa critica in termini di portafoglio immobiliare e disponendo di forti competenze nell'area di attività specifica.

Nel 2005 è titolare di 7 centri commerciali, 5 ipermercati e 1 supermercato, complessivamente valutati 555,2 milioni di euro; la Società si quota sul mercato azionario italiano, intraprendendo un piano di sviluppo che prevede investimenti per 810 milioni di euro nel triennio 2005-2008.

Il piano risulta completato con un anno di anticipo e così nel 2007, oltre alla nascita di RGD-Riqualficazione Grande Distribuzione (joint venture paritetica tra Beni Stabili e IGD) la società lancia un nuovo piano di investimenti di 800 milioni di euro da realizzare nell'arco dei tre anni successivi.

Nel 2008, successivamente all'acquisizione in Romania della società Win Magazin SA, IGD esercitata l'opzione per il trattamento fiscale e si qualifica SIIQ- Società di Investimento Immobiliare Quotate.

Nonostante la crisi economica e finanziaria, IGD realizza gli investimenti programmati ed al 31 dicembre 2010 il valore di

³⁵ www.igd.it

mercato del suo portafoglio immobiliare supera 1,8 miliardi di euro.

Le prospettive future sono inserite nel Piano Industriale 2014-2016, che presenta una maggiore attenzione agli aspetti di sostenibilità operativa, patrimoniale e finanziaria, una maggiore rotazione del capitale investito e l'obiettivo di mantenere un profilo prudente e solido, limitando il più possibile il rischio di execution ai fattori esterni.

Come detto, l'attività di questa società riguarda l'acquisto, lo sviluppo, la gestione e la locazione di immobili a destinazione commerciale, sia di proprietà sia di terzi e l'offerta di servizi di commercializzazione e di facility management con l'obiettivo di valorizzare gli immobili stessi. Il patrimonio immobiliare di IGD SIIQ SPA, comprende in Italia: 19 tra ipermercati e supermercati, 19 tra gallerie commerciali e retail park, 1 city center, 4 terreni oggetto di sviluppo diretto, 1 immobile per trading e 7 ulteriori proprietà immobiliari, all'estero e per il tramite della partecipata Win Magazine SA, può contare su 15 centri commerciali e un edificio a uso ufficio dislocati in 13 diverse città rumene.

4.3 L'effetto dello status di REIT per le SIIQ italiane

L'adozione dello status di SIIQ comporta una sostanziale riduzione del peso fiscale con lo spostamento del soggetto debitore nei confronti dell'erario dalla società al socio, accompagnata dall'obbligo in capo alla società di procedere ad una complessiva e, quasi totale, distribuzione dell'utile realizzato.

È evidente che tali elementi avrebbero dovuto importare un incremento del valore del titolo.

In realtà il differenziale positivo in termini di tassazione complessiva ha comportato un aumento della redditività netta del patrimonio immobiliare delle SIIQ pari al differenziale tra la tassazione ordinaria e quella agevolata. Considerato, in linea astratta, che il valore di un bene immobile, soprattutto se la finalità dell'acquisto è l'acquisizione di una rendita derivante dalla sua locazione, risulta conseguenziale una sua rivalutazione appunto per l'effetto della maggiore redditività netta ritraibile.

Ciò precisato, valutati percentualmente gli effetti positivi sopra indicati, l'incremento atteso in conseguenza dell'opzione SIIQ si sarebbe potuto stimare in un più 20% pari appunto, in via approssimata, al beneficio fiscale in commento.

L'opzione SIIQ (si confronti capitolo 3 paragrafo 3.4) evidenzia una tassazione a titolo d'imposta in capo al percettore persona

fisica del dividendo distribuito nella misura del 20% in sostituzione della tassazione ordinaria in capo alla società.

Quanto sopra esposto costituisce la stima teorica dell'effetto che lo status di Reit porta come conseguenza positiva alle agevolazioni indicate ma non tiene conto ovviamente di elementi diversi quali l'andamento economico generale, le problematiche inerenti il settore immobiliare in particolare e all'interno di quest'ultimo la diversa tipologia di immobili gestiti dalle uniche due SIIQ conosciute nel mercato italiano.

Quanto segue esprime l'effetto reale che nel mercato borsistico italiano si è realizzato in occasione dell'acquisizione della qualifica di Società di Investimento Immobiliare Quotata da parte della Beni Stabili SpA e della IGD SpA esponendo i dati storici della quotazione nei 180 giorni antecedenti e successivi alla avvenuta qualificazione SIIQ.

4.3.1 Beni Stabili

Il 20 dicembre 2010 la Beni Stabili SpA ha verificato la sussistenza di tutti i requisiti di fatto e di diritto previsti dalla normativa vigente per poter accedere al regime delle SIIQ e ha deliberato di esercitare l'opzione con decorrenza 1 gennaio 2011.

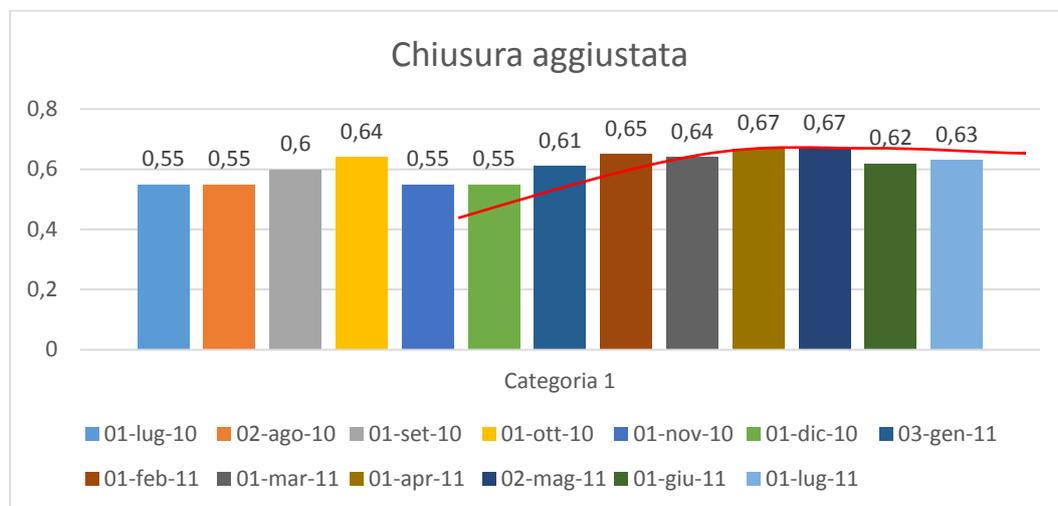
Per poter valutare l'effetto dell'acquisizione dello status, di seguito viene indicato l'andamento della quotazione nel periodo 1 luglio 2010-30 giugno 2011 (Tabella 1).

Tabella 1:

Data	Apertura	Massimo	Minimo	Chiusura	Vol medi	Chiusura aggiustata
01-lug-11	0,7	0,71	0,69	0,7	9.441.600	0,63
01-giu-11	0,74	0,75	0,68	0,7	2.602.000	0,62
09-mag-11	0,016 dividendo					
02-mag-11	0,76	0,77	0,72	0,75	6.244.300	0,67
01-apr-11	0,73	0,76	0,71	0,76	2.984.400	0,67
01-mar-11	0,75	0,76	0,7	0,73	4.645.800	0,64
01-feb-11	0,7	0,75	0,67	0,74	3.795.500	0,65
03-gen-11	0,64	0,7	0,63	0,7	3.650.600	0,61
01-dic-10	0,63	0,72	0,61	0,63	3.107.600	0,55
01-nov-10	0,74	0,74	0,61	0,63	3.414.300	0,55
01-ott-10	0,69	0,75	0,65	0,73	3.493.400	0,64
01-set-10	0,63	0,69	0,62	0,69	3.233.500	0,6
02-ago-10	0,64	0,64	0,59	0,63	1.962.400	0,55
01-lug-10	0,61	0,64	0,58	0,63	2.754.300	0,55

Fonte: Yahoo finance, quotazione Beni Stabili SpA SIIQ

Grafico 1:



Come si evince dalla tabella, pur non dimenticando che gli elementi che possono influenzare la quotazione del titolo sul mercato sono certamente molti e diversi e non possono essere unicamente ricondotti allo status di SIIQ, tanto è che nel mese di ottobre 2010 si è toccato un massimo del secondo semestre dell'anno per poi ritornare ad una quotazione vicino al valore medio. Sembra chiaro che l'incremento del valore consolidatosi nel semestre successivo all'intervenuta qualificazione deve imputarsi allo status acquisito con decorrenza 1 gennaio 2011.

Dall'analisi dei dati, escludendo i livelli massimi raggiunti, si è passati da una quotazione media del 1° semestre oggetto di rilevazione di 0,55 ad una quotazione media del semestre 2011 di 0,64 con un incremento consolidato in termini percentuali del 16,4%.

4.3.2 IGD

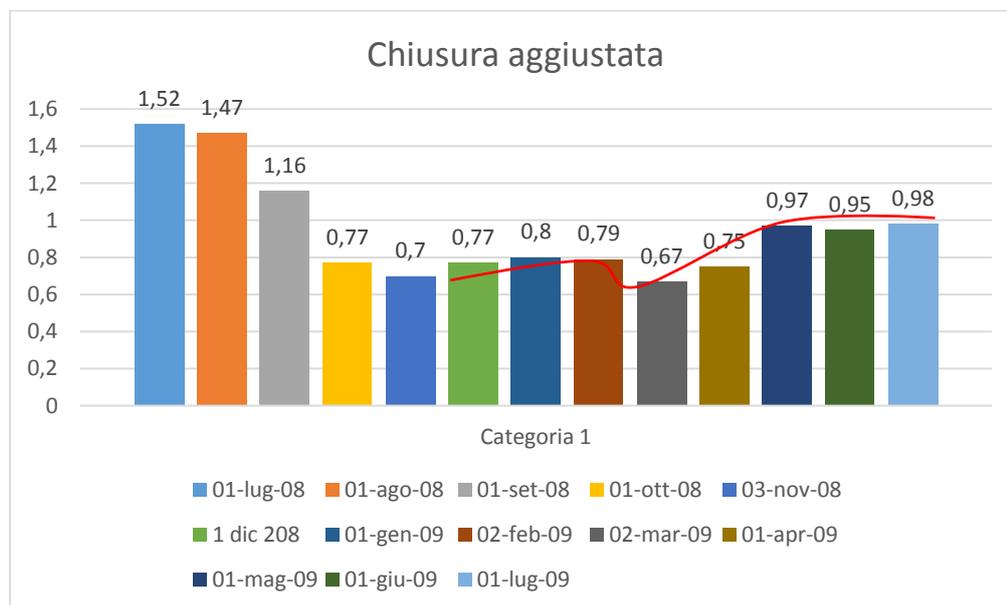
IGD ha esercitato l'opzione nell'aprile del 2008 in quanto soddisfaceva tutti i requisiti soggettivi (requisiti di natura partecipativa e statutaria), i requisiti oggettivi (rapporti minimi di natura patrimoniale e reddituale) invece risultano essere stati superati al 31 dicembre dello stesso anno 2008. Ai fini dell'elaborazione della tabella che segue (Tabella 2) si è tenuto conto quindi delle quotazioni del secondo semestre 2008 e del primo semestre 2009.

Tabella 2:

Data	Apertura	Massimo	Minimo	Chiusura	Vol medi	Chiusura aggiustata
01-lug-09	1,24	1,28	1,23	1,27	1.408.200	0,98
01-giu-09	1,27	1,3	1,11	1,24	656.700	0,95
18-mag-09	0,035 dividendo					
01-mag-09	1,02	1,36	0,92	1,26	1.448.600	0,97
01-apr-09	0,9	1,09	0,89	1,02	438.500	0,75
02-mar-09	1,05	1,09	0,79	0,92	487.500	0,67
02-feb-09	1,09	1,29	0,95	1,08	371.400	0,79
01-gen-09	1,04	1,44	0,95	1,09	339.600	0,8
01-dic-08	0,94	1,15	0,86	1,04	221.100	0,77
03-nov-08	1,05	1,22	0,8	0,94	404.300	0,7
01-ott-08	1,58	1,67	1,03	1,05	576.200	0,77
01-set-08	2	2,13	1,57	1,57	512.900	1,16
01-ago-08	2,04	2,2	1,85	2	461.000	1,47
01-lug-08	1,86	2,19	1,64	2,06	429.300	1,52

Fonte: Yahoo finance, quotazione Igd SIIQ

Grafico 2:



In realtà leggendo ed analizzando i dati si evidenziano circostanze di anomalia che non hanno correlazione con l’effetto della qualificazione SIIQ. Infatti il titolo ha scontato il negativo andamento del listino azionario registrando complessivamente nel 2008 una perdita del 49,1%.³⁶

Assumendo la media del secondo semestre 2008 la performance, nonostante l’acquisizione delle agevolazioni SIIQ sarebbe negativa, mentre, come si ritiene corretto assumendo il dato di fine semestre 2008 e quello medio dell’ultimo periodo del primo semestre 2009, quindi non tenendo conto dei picchi, si registra un incremento consolidato di circa il 25%.

³⁶ Coop Adriatica soc. coop. a r.l, “Relazione al bilancio 2008”.

4.4 Conclusioni

Il capitolo ha esaminato l'effetto dell'opzione esercitata rispettivamente nel 2008 dalla IGD SpA e nel 2010 dalla Beni Stabili SpA.

Pur ritenendo positiva l'introduzione delle agevolazioni connesse si deve comunque constatare l'esiguità degli effetti correlati alla crescita del settore che la normativa si proponeva in quanto solo due soggetti hanno acceduto allo status specifico della SIIQ.

Le performances registrate dalle due società nel periodo successivo alla qualifica nel limitato arco temporale di osservazione hanno comunque registrato un incremento positivo nella misura ipotizzata pur e come osservato puntualmente con le specificità di eventi che hanno contribuito a differenziare, l'una rispetto all'altra, la misura del segno positivo.

5. Conclusioni

La tesi si è posta l'obiettivo di offrire un contributo circa gli effetti che la qualificazione di SIIQ aveva portato in termini di performance in borsa.

In sostanza, se ed in quale misura, la normativa agevolata introdotta per le società di investimento immobiliare quotate ha contribuito ad incrementare sia l'interesse del mondo economico per questa specifica attività e modificare la performance di borsa tali da generare una significativa rivalutazione del valore del patrimonio e di conseguenza della quotazione del titolo.

L'atteso ed auspicato sviluppo del comparto immobiliare non ha registrato alcun successo. È Pur vero che la congiuntura economica ha contribuito al risultato negativo, ma rispetto ad altre realtà, la presenza di solo due SIIQ nel panorama italiano non può considerarsi circostanza di particolare soddisfazione anche in contesto di crisi generalizzata.

Viceversa, la agevolazione fiscale introdotta con la normativa inerente la società di investimento immobiliare quotata accompagnata all'obbligo di distribuzione quasi totale dell'utile realizzato, hanno evidenziato un concreto risultato positivo.

Le risultanze dello studio dei prezzi di borsa prima e dopo l'acquisizione dello status di SIIQ hanno evidenziato, sia per la IGD SpA che per la Beni Stabili SpA, pur nella diversità dei core business rispettivi, la prima focalizzata sui centri

commerciali di medie/grandi dimensioni, l'altra focalizzata sulla gestione nel medio-lungo termine degli immobili di elevata qualità, locati con rendimenti di mercato, con contratti di affitto di lunga durata e con conduttori di elevato standing, e nella congiuntura economica nazionale ed internazionale non certo particolarmente favorevole, un apprezzamento della quotazione di borsa che non può non essere, in parte quantomeno significativa, correlato alla normativa specifica introdotta ed alla conseguente opzione esercitata.

Tutto ciò considerato l'aspettativa per il futuro è un ulteriore consolidamento e miglioramento del settore e della quotazione in virtù della auspicata ripresa.

Bibliografia:

AA.VV, a cura del Centro Studi Finanziari, Giuridici e Sociali (2008), “Guida alla tutela del patrimonio”, LE FONTI.

AIAF, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, (2007), “Fondi immobiliari, Reits e SIIC: evoluzioni parallele.

Amorosino S.,(2008), “Manuale di diritto del mercato finanziario”, Giuffrè editore.

Arquilla N., "Disciplina delle Siiq e fondi d'investimento immobiliare" in Corriere tributario, 2007.

Assogestioni (2013), Rapporto annuale sui fondi immobiliari.

Assogestioni, rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2013.

Avolio D., "Le società di investimento immobiliare quotate" in Corriere tributario, 2007.

Cacciamani C. (2012), “Real Estate”, EGEA.

Cammarano G., “SIIQ e fondi immobiliari: discipline a confronto e problemi aperti”, Assogestioni.

Casertano G.,(2011), “Finanza real estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento”, CEDAM.

Coop Adriatica soc. coop. a r.l, “Relazione al bilancio 2008”.

Corradin C., Cotto A., Spina S., Zanetti E., (2009), “Immobili”, Eutekne.

Crisafi P., “Fondi Immobiliari e SIIQ: strumenti su cui “investire” per la ripresa”.

Del Federico L., "Regime fiscale delle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)" in Il fisco, 2007.

Delli Santi R., Mantella S. (2009) “Capital Market e Real Estate”, EGEA.

Liera M., (2005), “Gli investimenti alternativi”.

Methorios Capital S.p.A “Fondi immobiliari e SIIQ: strumenti di investimento immobiliare e regime fiscale agevolato” ottobre 2009.

Nomisma – Società di Studi Economici S.p.A., “V rapporto sulla finanza immobiliare”, 2012.

Scenari Immobiliari “i fondi immobiliari in Italia e all'estero “rapporto 2013.

Studio Consiglio Nazionale del Notariato 15.6.2012 n. 98-2012/T, “Conferimento di immobili in società di investimento immobiliare (SIIQ e SIINQ) e fiscalità indiretta”, EUTEKNE.

Tronconi O., Ciaramella A., Pisani B., (2007) “La gestione di edifici e di patrimoni immobiliari”.

Siti consultati:

www.benistabili.it

www.igd.it

www.assogestioni.it

www.scenari-immobiliari.it

www.yahoofinance.it