

*Dipartimento di Impresa e Management*  
*Corso Magistrale di Consulenza Aziendale*  
*Cattedra di Controllo di Gestione Avanzato*

Le SIIQ: aspetti contabili, fiscali e di valutazione  
Il caso Beni Stabili

RELATORE

Prof. Fabrizio di Lazzaro

CANDIDATO

Isabella Iavarone

Matricola 666401

CORRELATORE

Prof. Eugenio Pinto

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

*Alla mia famiglia.*

## INDICE

|                     |                                                                              |           |
|---------------------|------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>INTRODUZIONE</b> |                                                                              | <b>6</b>  |
| <b>CAPITOLO I</b>   | <b>Le SIIQ, uno strumento per rilanciare l'economia italiana?</b>            | <b>9</b>  |
| <b>1.1</b>          | <b>I requisiti per avvalersi del regime SIIQ</b>                             | <b>14</b> |
| 1.1.1               | Requisiti soggettivi                                                         | 14        |
| 1.1.2               | Requisiti statutari                                                          | 15        |
| 1.1.3               | Requisiti della struttura partecipativa                                      | 16        |
| 1.1.4               | Requisiti oggettivi                                                          | 18        |
| 1.1.5               | Le SIINQ                                                                     | 24        |
| <b>1.2</b>          | <b>Il regime fiscale delle SIIQ: gli effetti dell'esercizio dell'opzione</b> | <b>25</b> |
| 1.2.1               | Obbligo di distribuzione dell'utile della gestione esente                    | 26        |
| 1.2.2               | L'imposta di ingresso                                                        | 28        |
| 1.2.3               | Obbligo di tenuta di contabilità separate                                    | 30        |
| 1.2.4               | Trattamento delle perdite fiscali                                            | 32        |
| 1.2.5               | La disciplina delle riserve                                                  | 33        |
| 1.2.6               | L'opzione per il consolidato nazionale                                       | 34        |
| 1.2.7               | Cause di cessazione del regime SIIQ                                          | 36        |
| <b>1.3</b>          | <b>Il regime dei conferimenti</b>                                            | <b>38</b> |
| 1.3.1               | Imposte dirette                                                              | 38        |
| 1.3.2               | IIVA e Imposte indirette                                                     | 39        |
| 1.3.1               | I conferimenti effettuati dai Fondi Immobiliari                              | 41        |
| <b>1.4</b>          | <b>Il regime fiscale dei soci</b>                                            | <b>42</b> |
| 1.4.1               | Il trattamento fiscale dei dividendi distribuiti dalle SIIQ                  | 43        |
| 1.4.2               | Il trattamento fiscale delle plusvalenze                                     | 46        |
| <b>1.5</b>          | <b>I rapporti internazionali: il tema della doppia imposizione</b>           | <b>48</b> |
| 1.5.1               | Investimento immobiliare transnazionale indiretto mediante una SIIQ          | 50        |
| <b>1.6</b>          | <b>Analisi critica del Regime SIIQ ed effetti della Riforma</b>              | <b>52</b> |
| 1.6.1               | Il requisito del controllo                                                   | 52        |
| 1.6.2               | I requisiti del flottante e della distribuzione di utili                     | 54        |
| 1.6.3               | Gli obblighi temporali                                                       | 55        |

|                     |                                                                                |            |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 1.6.4               | La vigilanza                                                                   | 56         |
| <b>CAPITOLO II</b>  | <b>I principali strumenti nel mercato internazionale ed italiano</b>           | <b>58</b>  |
| <b>2.1</b>          | <b>Analisi comparativa: il contesto internazionale</b>                         | <b>59</b>  |
| 2.1.1               | I REITs statunitensi                                                           | 65         |
| 2.1.2               | Le SIIC francesi                                                               | 67         |
| 2.1.3               | I G-REITs tedeschi                                                             | 69         |
| <b>2.2</b>          | <b>Analisi comparativa: il contesto nazionale</b>                              | <b>71</b>  |
| 2.2.1               | I fondi immobiliari                                                            | 72         |
| 2.2.2               | Le SICAF immobiliari                                                           | 78         |
| <b>CAPITOLO III</b> | <b>La valutazione degli immobili con i Principi Contabili Internazionali</b>   | <b>80</b>  |
| <b>3.1</b>          | <b><i>Framework</i> dei Principi Contabili Internazionali</b>                  | <b>81</b>  |
| <b>3.2</b>          | <b>IAS 16: Property, plant and equipment</b>                                   | <b>86</b>  |
| <b>3.3</b>          | <b>IAS 17: Leasing</b>                                                         | <b>90</b>  |
| <b>3.4</b>          | <b>IAS 40: Investment Property</b>                                             | <b>94</b>  |
| <b>3.5</b>          | <b>IFRS 5: Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations</b>    | <b>98</b>  |
| <b>3.6</b>          | <b>L'applicazione dei PCI al Bilancio Consolidato di Beni Stabili Spa SIIQ</b> | <b>101</b> |
| 3.6.1               | I metodi di valutazione utilizzati da Beni Stabili Spa SIIQ                    | 106        |
| <b>CAPITOLO IV</b>  | <b>Il caso Beni Stabili: l'adozione del Regime SIIQ</b>                        | <b>108</b> |
| <b>4.1</b>          | <b>Il contesto italiano</b>                                                    | <b>109</b> |
| 4.1.1               | Beni Stabili Spa SIIQ: la storia                                               | 112        |
| <b>4.2</b>          | <b>Beni Stabili: il passaggio dal Regime ordinario al Regime SIIQ</b>          | <b>115</b> |
| 4.2.1               | L'analisi per indici degli esercizi 2010-2011                                  | 119        |
| 4.2.2               | L'analisi per indici dal 2008 al 2015                                          | 130        |

|            |                                                              |            |
|------------|--------------------------------------------------------------|------------|
| <b>4.3</b> | <b>Beni Stabili: l'impatto dell'adozione del Regime SIIQ</b> | <b>136</b> |
|            | <b>CONCLUSIONI</b>                                           | <b>140</b> |
|            | <b>BIBLIOGRAFIA</b>                                          | <b>144</b> |

## Introduzione

Lo strumento che viene analizzato in questo lavoro di tesi è quello delle Società di Investimento Immobiliare Quotate, comunemente note come SIIQ. Il settore *Real Estate* italiano negli ultimi 10 anni ha subito un profondo cambiamento attraverso l'introduzione di una serie di strumenti innovativi, al fine di adeguarsi al mercato internazionale e garantire agli investitori standard globali. Tra gli strumenti che sono stati introdotti c'è quello delle SIIQ, che aveva tra gli obiettivi quello di far ripartire il settore immobiliare, grazie ai benefici fiscali che derivano dall'adozione di tale Regime. Le SIIQ vengono introdotte con la L. 296/2006, per poi essere riformate con il D.L. 133/2014.

I motivi che mi hanno spinto a focalizzare la mia attenzione su tale strumento sono legati all'interesse che ho nei confronti del mercato immobiliare, il quale continua tutt'oggi a subire profondi cambiamenti al fine di ripartire dopo la crisi del 2008. Ho voluto unire tale interesse a quello dell'analisi contabile, attraverso la quale non si ottengono solo informazioni meramente analitiche ma si è in grado di capire quali sono le motivazioni che spingono una società ad accettare un cambiamento, a mettersi in gioco per migliorarsi. Nel nostro caso specifico il cambiamento comporta una riorganizzazione delle società che decidono di aderire al regime, che possono esercitare l'opzione esclusivamente se vengono rispettati una serie di requisiti. Data la complessità dell'argomento, si procederà come segue:

- Nel Capitolo I verrà condotta un'analisi relativa allo strumento SIIQ da un punto di vista normativo e fiscale. In particolare verranno analizzati singolarmente tutti i requisiti per poter esercitare l'opzione e quali sono gli effetti fiscali derivanti da tale opzione per la società, i soci e i conferimenti. Verrà effettuato poi un breve focus sui rapporti internazionali, in relazione al tema della doppia imposizione. Infine si analizzeranno le criticità emerse dall'analisi che hanno portato alla Riforma con il D.L. 133/2014, che ha reso lo strumento più flessibile.
- Nel Capitolo II verranno analizzati prima gli strumenti similari alle SIIQ presenti in altri Paesi, che hanno ispirato la normativa italiana, poi quelli presenti all'interno del contesto italiano, al fine di contestualizzare la normativa analizzata nel Capitolo I. Ci soffermeremo sui *Reits* statunitensi, le *SIIC* francesi e i *G-Reits* tedeschi per quanto

riguarda il contesto internazionale; sui Fondi Immobiliari e le SICAF per quanto riguarda quello italiano.

- Nel Capitolo III focalizzeremo la nostra attenzione sulla valutazione degli immobili all'interno dei bilanci delle SIIQ, secondo i Principi Contabili Internazionali, in quanto rappresentano l'*asset* fondamentale di tale tipologia di società. Analizzeremo, prima i criteri generali di redazione di bilancio per avere una base su cui operare, poi i Principi fondamentali per la valutazione degli immobili: IAS 16, relativo alle immobilizzazioni materiali; IAS 17, relativo al leasing; IAS 40, relativo agli investimenti immobiliari e infine l'IFRS 5, relativo agli immobili destinati alla vendita. Infine verificheremo praticamente l'utilizzo di tali principi esponendo la valutazione degli immobili di Beni Stabili Spa SIIQ.
- Nel Capitolo IV analizzeremo i bilanci di Beni Stabili Spa SIIQ. In primo luogo verrà accennato il contesto in cui tale società opera e come è arrivata alla decisione di aderire al regime SIIQ, al fine di contestualizzare i dati che presenteremo. Secondo poi, andremo a verificare se e come l'adozione del Regime ha impattato sui dati di bilancio. Verrà effettuata un'analisi approfondita sul biennio 2010-2011, anno di transizione dal regime ordinario a quello SIIQ, dopodiché verrà presentata la situazione dal 2008 al 2015 al fine di tenere conto dei trienni pre e post adozione del regime e dell'esercizio 2015, anno in cui entra in vigore la normativa modificata dal Decreto Sblocca Italia e vengono eliminate le criticità presentate nel capitolo I.

Per quanto riguarda gli obiettivi di questo lavoro di tesi, ogni capitolo mira a dimostrare uno specifico aspetto in relazione all'analisi svolta all'interno dello stesso.

- Il Capitolo I ha come obiettivo quello di stabilire quali sono stati i limiti della normativa originaria che hanno portato alla Riforma e se le novità introdotte dalla stessa hanno effettivamente permesso il superamento delle criticità legate allo strumento;
- Il Capitolo II determina come si collocano le SIIQ nel contesto italiano ed internazionale;
- Il Capitolo III mira a dimostrare come viene effettuata la valutazione degli immobili in una SIIQ, sulla base dei Principi Contabili Internazionali;

- Il Capitolo IV mira a dimostrare l'obiettivo centrale di questo lavoro di tesi, ovvero qual è stato l'impatto dell'adozione del Regime SIIQ sulla società Beni Stabili Spa SIIQ e se tale strumento può effettivamente essere una concreta possibilità di crescita per le società che decidono di aderire al regime, soprattutto alla luce della Riforma del 2014.

## Capitolo 1: le SIIQ, uno strumento per rilanciare l'economia italiana?

Le SIIQ, acronimo di Società di Investimento Immobiliare Quotate, sono state introdotte dal Legislatore italiano con la L. n. 296/2006<sup>1</sup>, ovvero la Legge Finanziaria 2007, con l'obiettivo di voler creare uno strumento che ricalcasse il modello dei *Reits* statunitensi degli anni '60, per attrarre maggiori capitali nel mercato italiano. L' introduzione delle SIIQ in Italia è stata dovuta anche al successo che avevano avuto precedentemente le SIIC (*Società d'investissement immobilier cotee*) in Francia, introdotte nel 2003. Infatti nel 2006, non solo l'Italia ma anche l'Inghilterra e la Germania si adoperano per la regolamentazione di un veicolo societario assimilabile ai *Reits*, al fine di offrire agli investitori esteri la possibilità di sfruttare le sinergie tra strumenti simili.

Alla vigilia dell'entrata in vigore della normativa gli esperti, che hanno lavorato all'emendamento, dichiaravano che *“in tutti i Paesi in cui questo strumento è stato introdotto, si è registrato un decollo del settore immobiliare, drenando tra l'altro risparmio proveniente anche dall' Italia. Si tratta della forma più avanzata di investimento nel settore immobiliare”*<sup>2</sup>. Purtroppo in Italia questo strumento non ha avuto il successo sperato, per una serie di motivi che analizzeremo nel corso di questo lavoro di tesi, legati prevalentemente alla rigidità della normativa e di conseguenza allo scarso *appeal* che lo stesso ha suscitato negli investitori esteri.

La Legge Finanziaria del 2007 definisce all' art. 1 c.119, le SIIQ come *“[...] le società per azioni residenti nel territorio dello Stato svolgenti in via prevalente l'attività di locazione immobiliare, i cui titoli di partecipazione siano negoziati in mercati regolamentati italiani, nelle quali nessun socio possieda direttamente o indirettamente più' del 51 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più' del 51 per cento dei diritti di partecipazione agli utili ed almeno il 35 per cento delle azioni sia detenuto da soci che non possiedano direttamente o indirettamente più' dell' 1 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più' dell' 1 per cento dei diritti di partecipazione agli utili [...]”*.

Tale comma, unitamente ai commi successivi, esplica i requisiti che devono essere rispettati affinché una società possa essere qualificata come SIIQ e di conseguenza godere delle agevolazioni fiscali previste dalla normativa ai fini dell'imposizione diretta. In sostanza il

---

<sup>1</sup> Art.1, commi da 119 a 141-bis della L. n. 296/2006

<sup>2</sup> Assoimmobiliare (2006) *Finanziaria: nascono le SIIQ, Società Immobiliari Quotate*

principale vantaggio fiscale è l'esenzione dei redditi prodotti dalla società<sup>3</sup> dall'IRAP e dall'IRES e la conseguente tassazione direttamente in capo ai soci. Il regime fiscale delle SIIQ prevede una normativa ad hoc che andremo ad analizzare nel dettaglio nel corso di questo primo capitolo, in questa panoramica generale è necessario solo tenere a mente l'esistenza di tali agevolazioni, in quanto non sono state sufficienti ad attrarre gli investitori e rendere lo strumento diffuso sul mercato, al contrario di quanto accaduto negli altri Paesi.

La complessità e la rigidità di tale normativa hanno portato alla nascita in Italia, dal 2007<sup>4</sup> ad oggi, di sole 3 società che hanno aderito al regime: Igd, Beni Stabili e Aedes<sup>5</sup>. Nel maggio 2016 a tali società si è aggiunta Coima Res.<sup>6</sup> È necessario dare pochi cenni sulle caratteristiche di tali società, di modo da poter contestualizzare la normativa che andremo ad analizzare in questo primo capitolo.

Igd, acronimo di Immobiliare Grande Distribuzione, è la prima società italiana ad acquisire lo status di SIIQ nel 2008<sup>7</sup>. Tale società era già quotata sul mercato italiano dal 2005, con un *core business* incentrato sulle locazioni commerciali, per questo non ha avuto grandi problemi a rispettare i requisiti stringenti imposti dalla normativa. Al 30 giugno 2015 gestisce un patrimonio immobiliare dal valore di 1,94 Miliardi di Euro.

Beni Stabili, acquisisce lo status di SIIQ nel 2010<sup>8</sup>, anch'essa già quotata sulla Borsa di Milano e su quella di Parigi, si occupa prevalentemente di immobili appartenenti al settore *retail* e uffici, con un patrimonio immobiliare che ammonta a 4,001 Miliardi di Euro al 30 settembre 2015.

Aedes, è la terza SIIQ presente in Italia dal 1 gennaio 2016, come Igd e Beni Stabili non ha dovuto affrontare le difficoltà di una quotazione, in quanto è presente sul mercato italiano dal 1924 ed ha acquisito il titolo di SIIQ dopo una ristrutturazione finanziaria conclusasi nel 2014<sup>9</sup>.

Coima Res, si è quotata sul mercato nel maggio 2016 dopo quasi un anno di rinvii e modifiche al prospetto informativo, dovendo scontare l'andamento borsistico avverso. Tale

---

<sup>3</sup> I redditi in questione sono solo quelli derivanti dall'attività di locazione immobiliare, qualora la società svolga altre attività, quest'ultime saranno soggette alla tassazione ordinaria.

<sup>4</sup> Anno a partire dal quale il D.L. 296/2006 diventa effettivamente operativo

<sup>5</sup> Aedes aderisce al regime SIIQ a partire dal 1 gennaio 2016.

<sup>6</sup> Se ne parlerà nel capitolo 4.

<sup>7</sup> [www.gruppoigd.it](http://www.gruppoigd.it)

<sup>8</sup> [www.benistabili.it](http://www.benistabili.it)

<sup>9</sup> [www.aedesgroup.com](http://www.aedesgroup.com)

società nasce dall'accordo tra Hines Italia e lo Stato Sovrano del Qatar e vanta un patrimonio di 360 milioni di euro.

Le prime tre società hanno delle caratteristiche peculiari per le quali sono riuscite ad acquisire lo status di SIIQ nonostante la complessità della normativa. I fattori chiave che hanno reso possibile questa trasformazione sono stati sicuramente la notorietà sul mercato e la fidelizzazione della clientela, che unite alla stabilità e l'attività tradizionale delle società hanno fatto sì che potesse sfruttare questa nuova opportunità di crescita. Quanto all'ultima, sicuramente le modifiche del Regime hanno favorito la quotazione, nonostante le difficoltà iniziali.

Nel corso degli anni anche altre società hanno provato ad aderire al regime SIIQ, tuttavia le difficoltà legate alla quotazione e al rispetto dei limiti stabiliti dalla normativa, hanno portato a molteplici casi di insuccesso. Uno dei più rilevanti è stato quello del Gruppo Intesa San Paolo che aveva deciso di scorporare una parte del proprio patrimonio e far confluire 285 immobili, per un valore pari a circa un miliardo di euro, in una società chiamata Immit Immobili Italiani, e lanciarla sul mercato come SIIQ. Giulio Bellan, presidente di Immit, annunciando la nuova idea di Intesa, dichiarava: "La quotazione di IMMIT Immobili Italiani porterà sul mercato un'opportunità innovativa di investimento nel settore immobiliare, che si caratterizza per trasparenza, stabilità di rendimenti e focalizzazione sull'attività di locazione [...] Con questa operazione nasce un importante player di mercato in un settore, come quello immobiliare, di grande rilevanza per l'economia del paese".<sup>10</sup> Nei mesi successivi a tale dichiarazione venne depositata la domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo presso la Consob e la domanda di ammissione alla quotazione alla Borsa italiana, tuttavia il 12 giugno 2008, l'offerta globale di vendita da Intesa e Immit<sup>11</sup> viene ritirata per "le avverse condizioni dei mercati finanziari durante il periodo di svolgimento dell'offerta". In questo caso le difficoltà, legate alla creazione di una nuova società e la possibilità di coinvolgere l'intero Gruppo Intesa San Paolo in un possibile insuccesso, hanno sottolineato i problemi esistenti nella normativa e la necessità di una serie di modifiche dei requisiti richiesti per l'esercizio dell'opzione.

### *Le riforme*

La scarsa approvazione da parte del mercato e il mancato utilizzo delle SIIQ come strumento all'avanguardia nel nostro ordinamento hanno portato a 2 principali modifiche della

---

<sup>10</sup> Da comunicato stampa ufficiale datato 06.02.2008, [www.group.intesasanpaolo.com](http://www.group.intesasanpaolo.com)

<sup>11</sup> Da comunicato stampa ufficiale datato 12.06.2008, [www.group.intesasanpaolo.com](http://www.group.intesasanpaolo.com)

normativa di riferimento. La prima, di piccola portata, è avvenuta l'anno successivo, con la Legge Finanziaria 2008<sup>12</sup>, ed è andata ad incidere prevalentemente sul flottante necessario per poter aderire al regime, infatti la soglia viene innalzata al 2 per cento e deve essere mantenuta esclusivamente al momento dell'opzione<sup>13</sup>. L'altra invece, è stata realizzata avendo come obiettivo quello di riformare profondamente la normativa ed eliminare le criticità del sistema, in modo da renderlo *business-friendly*<sup>14</sup>. Tale riforma è avvenuta con il D.L. n.133/2014, anche detto "Decreto Sblocca Italia", convertito in L. n. 164/2014, che ha riportato alla luce la possibilità di utilizzare le SIIQ come strumento di incentivo per la ripresa economica del mercato immobiliare italiano. È necessario citare anche il D.M. n.174/2007 in cui sono contenute le disposizioni attuative necessarie per aderire al regime. Tuttavia tale D.M. non è stato aggiornato dopo il D.L. n.133/2014, pertanto le disposizioni ministeriali non tengono conto della recente riforma.

Prima di illustrare le modifiche apportate con il Decreto Sblocca Italia, vale la pena soffermarsi sul fatto che dal 2008 al 2014 lo strumento era passato in secondo piano per il poco utilizzo che ne era stato fatto sul mercato, anche se già nel 2013, il Decreto Legge n.145 denominato "Destinazione Italia", introduceva tra le misure necessarie per il rilancio dell'economia italiana anche la ristrutturazione della normativa delle SIIQ. In particolare la misura 28<sup>15</sup>, identifica come problema principale la mancanza di investitori istituzionali, che sono indispensabili per lo sviluppo del mercato, soprattutto non residenziale. Da qui la richiesta di allineare la redditività dello strumento con quella degli analoghi strumenti europei, di modo da aumentarne l'appetibilità.<sup>16</sup> La *ratio* è di facile comprensione: gli investitori istituzionali preferivano investire nei *Reits* di altri Paesi piuttosto che nelle SIIQ, in quanto queste ultime dovevano rispettare parametri più restrittivi pur garantendo la stessa redditività. La soluzione che veniva proposta dal Governo Letta nel Decreto Destinazione Italia era quella di *"Uniformare la normativa fiscale delle SIIQ a quella dei fondi immobiliari, rendendo quindi fiscalmente neutra l'opzione per uno dei due strumenti."*

---

<sup>12</sup> Art.1, c.374 L. n. 244/2007

<sup>13</sup> Art.2, c. 374 L. n. 244/2007: [...] 3) dopo le parole: «non possiedano» sono inserite le seguenti: «al momento dell'opzione»; 4) le parole: «dell'1 per cento», ovunque ricorrano, sono sostituite dalle seguenti: «del 2 per cento» [...]

<sup>14</sup> Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.152

<sup>15</sup> D.l. 145/2013, Misura 28, Capitolo "attrazione", paragrafo "il nostro mercato immobiliare"

<sup>16</sup> D.l. 145/2013, [...] «L'efficienza del mercato immobiliare, in particolare del comparto non residenziale, dipende in buona misura dalla presenza di investitori istituzionali. Per sviluppare le SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotate) si deve assicurare agli investitori una redditività in linea con quella degli analoghi strumenti europei, senza incidere sul profilo di rischio del prodotto» [...]

*Favorire la creazione di SIIQ, prevedendo la possibilità che per i conferimenti si possa applicare il regime tributario delle SIIQ anche per le società che non ne possiedono i requisiti in fase di costituzione, ma che li raggiungeranno entro un arco temporale definito. Rendere più flessibile la gestione degli investimenti, eliminando alcune rigidità normative previste dalla normativa attuale. Introdurre benefici fiscali vincolati al finanziamento di opere pubbliche da parte delle SIIQ”.*

Tornando alla principale riforma<sup>17</sup>, che sarà quella che andremo ad analizzare nei paragrafi successivi di questo primo capitolo, la maggioranza degli esperti hanno commentato positivamente l'introduzione della stessa per una serie di motivi che fanno tutti capo a due grandi filoni: da un lato, l'allineamento con le normative europee<sup>18</sup> e la conseguente appetibilità sul mercato che comporterà un'auspicabile aumento della concorrenza<sup>19</sup> e dall'altro, la maggiore flessibilità dovuta ai vincoli normativi che diventano meno stringenti<sup>20</sup>. Di particolare interesse è il parere di Massimo Caputi, vicepresidente di Prelios Spa, che fa parte di quei soggetti che al contrario criticano il Decreto Sblocca Italia per il fatto che dedica particolare attenzione alle SIIQ, trascurando i Fondi Immobiliari, quando in realtà sul mercato italiano sono presenti solo 3 SIIQ e ben 250 fondi. Di conseguenza essi ritengono che il Legislatore avrebbe dovuto avere più attenzioni per quest'ultimi piuttosto che per le SIIQ. A parere di chi scrive, il rinnovo della normativa relativa alle SIIQ è sicuramente da considerarsi positivo, proprio in relazione al fatto che ci sia la concreta possibilità di aumentare la concorrenza sul mercato data la presenza di sole tre società sul mercato, ed è questo uno dei principali motivi per cui si è deciso di analizzare le maggiori novità introdotte dalla riforma. Dopo tale premessa, in questo primo capitolo andremo a soffermarci sulle modifiche apportate dal Decreto Sblocca Italia nel 2014, che mirano a realizzare la riforma che era stata dichiarata come necessaria l'anno precedente con il decreto Destinazione Italia, descritto

---

<sup>17</sup> Quella introdotta con il d.l. n. 133/2014 "Decreto Sblocca Italia"

<sup>18</sup> *"Siiq: tanta voglia di crescere"*, in Il Quotidiano Immobiliare ed. n.74, 20.09.2014 – Aldo Mazzocco, presidente di Assoimmobiliare dichiara che "Non si tratta di incentivi, ma bensì di una serie organica di messe a punto normative che ci allineano ora ai migliori mercati immobiliari europei, significativamente al mercato francese e al mercato inglese."

<sup>19</sup> *"Siiq: tanta voglia di crescere"*, in Il Quotidiano Immobiliare ed. n.74, 20.09.2014 – Claudio Albertini, CEO di IGD SIIQ dichiara che "Noi siamo uno dei pochi settori che auspica l'aumento della concorrenza, poiché al momento siamo ancora solo due società a rappresentare il settore."

<sup>20</sup> *"Siiq: tanta voglia di crescere"*, in Il Quotidiano Immobiliare ed. n.74, 20.09.2014 – Stefano Cervone, Direttore Generale di Sorgente Group dichiara che "Sono stati rimossi alcuni vincoli normativi, pensati per una più larga diffusione del titolo, ma che hanno dimostrato poca efficacia per il mercato borsistico. Inoltre, viene assicurata una maggiore flessibilità alla gestione, soprattutto per quanto riguarda la distribuzione dei dividendi."

pocanzi. L'idea è quella di andare ad analizzare singolarmente i requisiti normativi necessari per aderire al regime secondo la Finanziaria 2007 e poi tenere conto di tutte le modifiche apportate successivamente, in relazione alle criticità che andavano manifestandosi. Tale analisi comparata mirerà a sottolineare le criticità legate alla normativa e come il Legislatore abbiamo ovviato a tali problematiche.

## 1.1 I Requisiti per avvalersi del Regime SIIQ

Affinché una società possa acquisire il titolo di SIIQ devono essere rispettati una serie di requisiti che possiamo suddividere in 4 categorie: requisiti soggettivi, statutari, della struttura partecipativa e oggettivi.<sup>21</sup> Tenendo conto di questa macrodivisione, andremo ad analizzare all'interno di ogni categoria prima ciò che prevedeva la normativa originaria e poi i cambiamenti apportati dal decreto Sblocca Italia e dalle Riforme minori.

### 1.1.1 Requisiti soggettivi

La normativa originaria individua tre requisiti soggettivi per le imprese che decidono di aderire al regime delle SIIQ:

- La forma che deve essere adottata da parte della società è quella della società per azioni, secondo il Capo V rubricato "Società per Azioni" del codice civile;
- La società deve essere residente nel territorio dello Stato italiano. Tale espressione considerata generica è stata modificata con la legge Finanziaria 2008, che all'art.1, comma 374 recita: " *All'articolo 1 della legge 27 dicembre 2006, n. 296, sono apportate le seguenti modificazioni: a) al comma 119: 1) dopo le parole: «le società per azioni residenti» sono inserite le seguenti: «, ai fini fiscali,»*". Pertanto si fa riferimento alla definizione di residenza fiscale, ai sensi dell'art. 73, comma 3, del TUIR, secondo cui: " *Ai fini delle imposte sui redditi si considerano residenti le società e gli enti che per la maggior parte del periodo di imposta hanno la sede legale o la sede dell'amministrazione o l'oggetto principale nel territorio dello Stato.*" Se si fa riferimento a tale disposizione vengono escluse tutte quelle società estere e le stabili

---

<sup>21</sup> Tale classificazione viene proposta da Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p. 157. Inoltre la ritroviamo anche in G.Casertano (2011), *Finanza real estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento*, Cedam, p.277. dove: «All'interno della disamina delle condizioni di ingresso e mantenimento della qualifica di SIIQ la normativa introdotta distingue requisiti soggettivi, statutari, di struttura partecipativa ed oggettivi».

organizzazioni delle società estere<sup>22</sup>, per questo motivo la Commissione Europea ha avviato una procedura di infrazione<sup>23</sup> ed è stato introdotto il comma 141bis<sup>24</sup>, secondo cui la normativa relativa alle SIIQ può essere applicata anche alle società residenti in altri Stati dell'Unione Europea e agli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella White List, in questo modo si evita di discriminare i soggetti europei e vengono attuati gli obblighi comunitari che l'Italia ha il dovere di rispettare in quanto Stato membro.

- La società ha l'obbligo di negoziare le proprie azioni sui mercati regolamentati italiani, dell'Unione Europea o degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo che figurano nella *white list*.

### 1.1.2 Requisiti statutari

Tali requisiti non sono stabiliti dalla normativa, bensì devono essere previsti all'interno dello Statuto delle singole società. Possiamo quindi considerare tali obblighi come obblighi di *Governance* societaria necessari affinché vengano considerati e contenuti i rischi e le criticità dello strumento e la conseguente tutela dello stesso sul mercato.

L'art.3 del D.M. n.174/2007, in cui sono contenute le disposizioni attuative e le modalità di esercizio dell'opzione per il regime delle SIIQ, determina al comma 1 quali requisiti devono essere previsti nei singoli statuti:

- Le regole in materia di investimenti;
- I limiti alla concentrazione dei rischi all'investimento e di controparte;
- Il limite massimo di leva finanziaria consentito, a livello individuale e di gruppo.

Al comma 2, viene precisato come la vigilanza sulle SIIQ venga svolta congiuntamente dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Questa duplice vigilanza stabilita dalla normativa originaria, è considerata come una delle criticità della normativa, infatti con il decreto Sblocca Italia è stata stabilita la vigilanza solo in capo alla Consob, in quanto viene chiarito che le SIIQ non sono

---

<sup>22</sup> Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.157

<sup>23</sup> Procedura d'infrazione n. 2008/4524

<sup>24</sup> Introdotto con l'art.12 del D.L. n.135/2009: "141-bis. Le disposizioni dei commi da 119 a 141 si applicano altresì alle società residenti negli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al comma 1 dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi approvato con il decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, con riferimento alle stabili organizzazioni svolgenti in via prevalente l'attività di locazione immobiliare. Dal periodo d'imposta da cui ha effetto l'opzione per il regime speciale, il reddito d'impresa derivante dall'attività di locazione immobiliare svolta dalle stabili organizzazioni e' assoggettato ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive con aliquota del 20 per cento da versare entro il termine previsto per il versamento a saldo delle imposte sui redditi."

considerate OICR<sup>25</sup>, pertanto non rientrano nel campo d'azione di Banca d'Italia. Tale tema verrà comunque ripreso ed ampliato quando verranno analizzate tutte le criticità, che a parere di chi scrive, sono legate alla normativa relativa alle SIIQ.

### 1.1.3 Requisiti della struttura partecipativa

I requisiti della struttura partecipativa sono relativi al controllo e al flottante e sono stati modificati dal Decreto Sblocca Italia del 2014, in quanto sono stati considerati da molti come troppo stringenti per lo strumento e quindi causa di rigidità. Originariamente la normativa prevedeva:

- il requisito del controllo: per il quale nessun socio poteva possedere direttamente o indirettamente più del 51 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più del 51 per cento dei diritti di partecipazione agli utili;
- il requisito del flottante: per il quale almeno il 35 per cento delle azioni doveva essere detenuto da soci che non possedessero direttamente o indirettamente più dell'1 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più dell'1 per cento dei diritti di partecipazione agli utili.<sup>26</sup>

Con il decreto tali limiti percentuali vengono modificati, in quanto si sono manifestate una serie di problematiche legate a tali soglie troppo stringenti, che andremo ad analizzare nella parte del lavoro relativa alle criticità. Attualmente i requisiti sono:

- il requisito del controllo: la soglia è del 60 per cento, contro il 51 per cento della normativa previgente. Va precisato in questa sede che per controllo si intende congiuntamente il possesso del diritto di voto e del diritto agli utili, e che il regime viene mantenuto qualora venga superata la soglia di uno solo dei due limiti. Tale modifica è stata effettuata per allineare la normativa italiana a quelle degli altri Paesi Europei, nei quali la soglia è sempre stata più vicina a quella del 60 per cento.
- il requisito del flottante: la prima modifica apportata dalla Legge Finanziaria 2008 è relativa al limite del possesso dei singoli soci, che come suddetto è passato dall'1 per cento al 2 per cento<sup>27</sup> e deve essere mantenuta esclusivamente al momento dell'opzione. Il Decreto Sblocca Italia invece va a modificare il requisito del flottante del 35 per cento, che diminuisce al 25 per cento. Non solo, viene anche specificato al comma 119 che il requisito del flottante del 25 per cento non si applica se la società è

---

<sup>25</sup> Art.1, comma 119ter della L. 296/2006, analizzato a p.9

<sup>26</sup> Art.1, comma 119, L. 296/2006

<sup>27</sup> Vedi nota 11

già quotata sul mercato regolamentato<sup>28</sup>, pertanto tale soglia dovrà essere rispettata solo dalle SIIQ di nuova formazione.

L'Amministrazione Finanziaria con la Circolare n.8/E del 2008 interviene chiarendo la questione delle azioni date in pegno, quest'ultime infatti rilevano nel computo della percentuale solo qualora il diritto di voto e il diritto agli utili permangano in capo al titolare.

Il Decreto inserisce 2 nuovi commi, il 119bis e il 119ter, che vanno a chiarire e risolvere delle questioni che si erano manifestate negli anni:

- comma 119bis: viene introdotto un *grace period* per il quale, il requisito del flottante deve essere raggiunto entro il primo periodo d'imposta per potere usufruire del regime dall'inizio di tale periodo, mentre quello del controllo può essere realizzato nei due esercizi successivi, a patto che si sia verificato il requisito del flottante, tuttavia in questo caso si potrà usufruire delle agevolazioni a partire dal periodo d'imposta in cui il requisito del controllo viene verificato. In sostanza abbiamo un *grace period* di un anno per il requisito del flottante e di tre anni per il requisito del controllo, introdotto per rendere la normativa più flessibile, e dare alle società il tempo di adeguarsi ai limiti che devono essere rispettati. A tal proposito nasce un contrasto con la normativa secondaria, in cui è espressamente detto che la società deve possedere il requisito della quotazione al momento dell'opzione, che è precedente al primo periodo di applicazione. Si spera in un adeguamento della normativa regolamentare alle novità introdotte dal decreto onde evitare contrasti tra le fonti.<sup>29</sup>
- Comma 119ter: le Siiq non sono più considerate OICR, così come definiti dal d.lgs. 58/1998<sup>30</sup>, pertanto non rientrano più nell'ambito di applicazione dei regolamenti di Banca d'Italia. La Consob rimane come unico organo di vigilanza preposto al

---

<sup>28</sup> Art.20, comma 1, lettera a, numero 2 “[...] e' aggiunto, in fine, il seguente periodo: «Il requisito partecipativo del 25 per cento non si applica in ogni caso per le società il cui capitale sia già quotato. Ove il requisito partecipativo del 60 per cento venisse superato a seguito di operazioni societarie straordinarie o sul mercato dei capitali il regime speciale di cui al precedente periodo e' sospeso sino a quando il suddetto requisito partecipativo non venga ristabilito nei limiti imposti dalla presente norma.» [...]”

<sup>29</sup>Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.160

<sup>30</sup> Art.1, comma 1, lettera k) “*Organismo di investimento collettivo del risparmio' (Oicr): l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio e' raccolto tra una pluralita' di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonche' investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati ((, a favore di soggetti diversi da consumatori,)) a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata;*” e lettera l) “*Oicr italiani': i fondi comuni d'investimento, le Sicav e le Sicaf*”

controllo dello strumento. Inoltre, non essendo più facenti parte degli OICR, non rientrano più nel campo di applicazione della Direttiva 2011/61/UE, meglio nota come Direttiva AIFMD “*Alternative Investment Fund Managers Directive*”. Tale esclusione ha come diretta conseguenza il fatto che le SIIQ non vengono considerate investitori istituzionali, quindi il possesso di una partecipazione in un Fondo Immobiliare superiore al 5 per cento, comporta la tassazione per trasparenza<sup>31</sup>. A tal proposito alcuni esperti del settore hanno esposto le proprie perplessità in merito alla mancanza di applicazione della AIFMD, in quanto nella Direttiva non si dà una definizione precisa di Fondo di Investimento Alternativo, pertanto le SIIQ teoricamente potrebbero rientrare in questa categoria. Tuttavia si suppone che il Legislatore abbia effettuato questa scelta da un lato, per il fatto che le SIIQ non hanno l’obbligo di definire una strategia di investimento puntuale come i Fondi (che fanno parte degli OICR) e dall’altro, poiché prevale una politica industriale e commerciale piuttosto che un’ottica meramente finanziaria.<sup>32</sup>

Inoltre, in base alle nuove disposizioni del Decreto, i requisiti partecipativi del controllo e del flottante, possono essere superati qualora vengano effettuate operazioni societarie come l’aumento di capitale o le fusioni.

#### 1.1.4 Requisiti oggettivi

Gli ultimi requisiti che ci restano da analizzare sono quelli oggettivi, che attengono al tipo di attività che deve essere svolto da parte della SIIQ. Tale società deve svolgere attività di locazione immobiliare in via prevalente, così come definita dall’art.1 del decreto attuativo<sup>33</sup>, e tutto ciò che rientra in tale attività viene considerato facente parte della c.d. “gestione esente”, pertanto viene applicata l’esenzione da IRES e IRAP dei redditi derivanti da quest’ultima.

Andremo quindi a definire prima quali fattispecie rientrano nell’attività di locazione immobiliare svolta in via prevalente e poi quali sono i parametri che vanno rispettati per definire tale attività come “prevalente”.

Ai sensi dell’art.1, comma 1, lettera c), del D.M. 174/2007, fanno parte della gestione esente le seguenti attività:

---

<sup>31</sup> Art.32 del D.L. n.78/2010

<sup>32</sup> Grea G., Schiavo A. *Il nuovo regime delle SIIQ: complementarietà o alternativa con i fondi immobiliari in Diritto Bancario* approfondimenti, ottobre 2014

<sup>33</sup> Decreto del 7 settembre 2007, n. 174, Regolamento recante disposizioni in materia di SIIQ, in attuazione dell’art. 1, comma 141, della legge 27 dicembre 2006, n. 296.

- l'attività di locazione di immobili posseduti a titolo di proprietà, di usufrutto o di altro diritto reale, nonché in base a contratti di locazione finanziaria;
- l'attività di locazione derivante dallo sviluppo del compendio immobiliare;
- il possesso di partecipazioni, costituenti immobilizzazioni finanziarie ai sensi dei principi contabili internazionali, in altre SIIQ o in SIINQ.

Il Decreto Sblocca Italia è intervenuto anche nella modifica delle attività riconducibili alla gestione esente, tuttavia, come già detto in precedenza, il Decreto Ministeriale non è stato aggiornato, pertanto va specificato che quando si parla di partecipazioni sono ricomprese anche le plusvalenze e le minusvalenze derivanti da immobili destinati alla locazione e a partecipazioni in SIIQ e SIINQ e le partecipazioni in Fondi Immobiliari “qualificati”, che prima non erano ricomprese nella categoria.<sup>34</sup> A tal proposito è stato modificato il comma 131 dell’art.1 della L.296/2006, il quale specifica che per “qualificati” si intendono “*quei fondi il cui patrimonio è investito almeno per l’80 per cento in immobili destinati alla locazione o in partecipazioni in società immobiliari quali SIIQ e SIINQ*”<sup>35</sup>, cioè che rispettino lo stesso parametro patrimoniale della SIIQ stessa, di cui tratteremo a breve.

Si ritiene<sup>36</sup> che possano rientrare tra le attività di locazione immobiliare anche l’attività di fitto d’azienda e quella di costruzione e ristrutturazione di immobili da destinare alla locazione.

I parametri che definiscono l’attività come prevalente sono di carattere patrimoniale e reddituale e sono noti come *asset test* e *profit test*.<sup>37</sup> Entrambi vengono verificati a partire dai dati del bilancio della società e vengono controllati in ogni esercizio. Qualora non dovesse essere rispettata anche una sola delle condizioni stabilite nel comma 121 della Legge 296/2006 per tre esercizi consecutivi, diretta conseguenza è la cessazione del regime.<sup>38</sup>

- *Asset Test*: il parametro patrimoniale è rispettato quando “*gli immobili posseduti a titolo di proprietà o di altro diritto reale destinati all’attività di locazione immobiliare rappresentano almeno l’80 per cento dell’attivo patrimoniale*”.

---

<sup>34</sup> Art.20, comma 1, lettera c) del D.L. 133/2014: “ al comma 121: 1) dopo il secondo periodo e' inserito il seguente: «Agli stessi effetti assumono rilevanza le quote di partecipazione nei fondi immobiliari indicati nel comma 131 e i relativi proventi.»”

<sup>35</sup> Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.161

<sup>36</sup> Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli

<sup>37</sup> Art.1, comma 121, della L. n. 296/2006

<sup>38</sup> Art.1, comma 122, della L.n. 296/2006. Tale comma è stata modificato dall’ art.20, comma 1, lettera d) del D.L. 133/2014 per cui: “al comma 122, le parole: «due esercizi» sono sostituite dalle seguenti: «tre esercizi»”.

Per effettuare tale calcolo è necessario rapportare il valore degli immobili destinati alla locazione al valore dell'attivo patrimoniale della società, a tal proposito l'Amministrazione Finanziaria con la Circolare n.8/E del 2008, ha chiarito che ci sono una serie di elementi che non devono essere inclusi nel calcolo dell'attivo patrimoniale. L'Amministrazione Finanziaria stabilisce che: *“Per la verifica del parametro patrimoniale [...] il valore degli immobili, destinati alla locazione, anche se riconducibili all'attività di sviluppo del compendio immobiliare, e delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie in altre SIIQ o in SIINQ va rapportato al valore complessivo dell'attivo patrimoniale senza tenere conto:*

- a) del valore degli immobili o dei diritti reali su immobili adibiti a sede della SIIQ o della SIINQ o direttamente utilizzati come uffici dalle stesse;*
- b) delle disponibilità liquide;*
- c) dei finanziamenti verso società del gruppo;*
- d) dei crediti per corrispettivi derivanti dalla gestione esente non ancora incassati, nonché degli eventuali crediti IVA ricollegabili alla medesima gestione esente”.*

L'elenco non è considerato tassativo, ma identifica solo alcune delle poste che non sono riconducibili all'attività di una SIIQ in quanto tale, a prescindere dalla gestione esente o imponibile. L'obiettivo è quello di rendere il calcolo del parametro depurato da tutti quegli elementi che potrebbero alterare il risultato della verifica. Ad esempio le disponibilità liquide non vengono considerate in quanto rappresentano ancora una parte dell'attivo che non è stato investito e quindi non riconducibile ad un'attività piuttosto che ad un'altra. Per chiarire come debba essere effettuato il calcolo del parametro patrimoniale, si ritiene opportuno mostrare un esempio pratico:

|                                           |                 |
|-------------------------------------------|-----------------|
| <b>Attivo Patrimoniale</b>                |                 |
| Immobili destinati alla locazione         | € 15.000        |
| Immobili destinati alla vendita           | € 1.000         |
| Partecipazioni in SIIQ                    | € 2.000         |
| Crediti verso controllate                 | € 1.000         |
| Disponibilità liquide                     | € 1.000         |
| Crediti commerciali                       | € 2.000         |
| Valore degli immobili adibiti a sede SIIQ | € 500           |
| <b>Totale attività</b>                    | <b>€ 22.500</b> |

Per prima cosa deve essere calcolato il numeratore, come sommatoria delle poste che si riferiscono all'attività di locazione, successivamente va calcolato il denominatore come differenza tra il totale delle attività dello stato patrimoniale e le attività che vengono escluse:

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>Numeratore</b>                           |           |
| Immobili destinati alla locazione           | € 15.000  |
| Partecipazioni in SIIQ                      | € 2.000   |
| <b>Totale</b>                               | € 17.000  |
| <br>                                        |           |
| <b>Denominatore</b>                         |           |
| Totale Attività                             | € 22.500  |
| (valore degli immobili adibiti a sede SIIQ) | (€ 500)   |
| (disponibilità liquide)                     | (€ 1.000) |
| (finanziamenti verso società)               | (€ 1.000) |
| <b>Totale</b>                               | € 20.000  |
| <br>                                        |           |
| <b>ASSET TEST: N/D</b>                      | 85%       |

In questo caso il parametro è rispettato in quanto è pari all' 85 per cento.

- *Profit test:* il parametro reddituale è rispettato “*se, in ciascun esercizio, i ricavi provenienti dall'attività di locazione immobiliare rappresentano almeno l'80 per cento dei componenti positivi del conto economico.*”

Per effettuare il calcolo del parametro reddituale è necessario rapportare i ricavi derivanti dall'attività di locazione immobiliare con i ricavi complessivi della società, e anche in questo caso è necessario effettuare alcuni aggiustamenti. Per rendere più agevole l'analisi elencheremo quelli che sono i componenti che rientrano o meno nel calcolo:

a) va specificato che fanno parte della gestione esente i proventi derivanti dal possesso di partecipazioni in fondi immobiliari qualificati, data la modifica già analizzata precedentemente<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Vedi nota 30

b) rientrano nel calcolo del numeratore i dividendi derivanti da partecipazioni in SIIQ, tuttavia sono esclusi quei dividendi distribuiti dalla partecipata che siano relativi ad attività riconducibili alla gestione imponibile o derivanti dalla distribuzione delle riserve che sono state costituite prima di aderire al regime.

c) sono esclusi, sia dal calcolo del numeratore che del denominatore, gli incrementi relativi agli immobili in costruzione destinati alla locazione.

d) in materia di plusvalenze è necessario raffrontare la normativa originaria con quella post riforma per meglio comprendere le modifiche introdotte dal Legislatore. L'art.1 comma 121 della L. 296/2006 stabilisce che le plusvalenze derivanti dalla cessione di immobili sono incluse nella gestione imponibile. Tuttavia, ai soli effetti della verifica del parametro reddituale, dette plusvalenze assumono rilievo solo *“se e nel limite in cui, in relazione all'esercizio considerato, l'importo complessivo dei corrispettivi derivanti dai realizzi supera l'importo complessivo dei reinvestimenti in partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie ai sensi dei principi contabili internazionali in altre SIIQ o SIINQ e in immobili o in diritti reali su immobili destinati alla locazione”*.<sup>40</sup> Pertanto, è necessario andare a confrontare l'importo dei corrispettivi derivanti dalle cessioni con l'importo reinvestito in immobili, qualora il primo fosse maggiore del secondo, è possibile conteggiare la plusvalenza per la differenza tra tali importi<sup>41</sup>. Con il Decreto Sblocca Italia tale comma viene modificato, infatti in caso di alienazione di immobili, concorrono alla formazione dei ricavi derivanti dall'attività di locazione immobiliare solo le plusvalenze realizzate.

Per quanto riguarda invece le plusvalenze iscritte per rivalutazioni meramente contabili, esse non vengono considerate nel calcolo del parametro reddituale, in quanto sono la diretta conseguenza della valutazione degli immobili con il metodo del *fair value*.

Così come è stato fatto per il calcolo del *asset test*, segue un breve esempio di come debba essere effettuato il calcolo del *profit test*:

---

<sup>40</sup> Art. 6, comma 4 del Decreto del 7 settembre 2007, n. 174, Regolamento recante disposizioni in materia di SIIQ, in attuazione dell'art. 1, comma 141, della legge 27 dicembre 2006, n. 296.

<sup>41</sup> Data la complessità del meccanismo, è molto utile l'esempio contenuto nella circolare n. 8/E del 2008: *“In base a tale previsione, ad esempio, se il corrispettivo della cessione di un immobile è pari a 2000 e la plusvalenza conseguita è pari a 1000 e di tale corrispettivo viene reinvestito, nel corso del medesimo esercizio, in immobili, diritti reali su immobili destinati alla locazione o in partecipazioni immobilizzate in SIIQ e SIINQ, un importo pari a 1500, la plusvalenza realizzata assumerà rilievo, ai fini del calcolo del parametro reddituale, come provento della gestione imponibile, solo per un importo pari a 500 (dato dalla differenza tra 2000 e 1500).”*

| <b>Componenti positivi di conto economico</b>  |                |
|------------------------------------------------|----------------|
| Canoni di locazione                            | € 2.000        |
| Dividendi da altre SIIQ                        | € 500          |
| Plusvalenze realizzate da cessione di immobili | € 2.000        |
| Proventi finanziari                            | € 500          |
| Altri proventi                                 | € 500          |
| <b>Totale componenti positivi</b>              | <b>€ 5.500</b> |

Andiamo quindi a calcolare il numeratore come la sommatoria dei ricavi derivanti dall'attività di locazione, dei dividendi da altre SIIQ e dalle plusvalenze e successivamente il denominatore come sommatoria di tutti i componenti positivi di conto economico.

|                                                |                |
|------------------------------------------------|----------------|
| <b>Numeratore</b>                              |                |
| Canoni di locazione                            | € 2.000        |
| Dividendi da altre SIIQ                        | € 500          |
| Plusvalenze realizzate da cessione di immobili | € 2.000        |
| <b>Totale</b>                                  | <b>€ 4.500</b> |
| <b>Denominatore</b>                            |                |
| Totale componenti positivi di conto economico  | € 5.500        |
| <b>PROFIT TEST: N/D</b>                        | <b>81%</b>     |

È necessario effettuare solo una precisazione relativa alla sommatoria delle poste del denominatore, in quanto la norma fa riferimento all'intera categoria dei componenti positivi di conto economico, tuttavia è sempre necessaria una valutazione caso per caso per verificare se ci sono poste che andrebbero escluse.

#### 1.1.5 Le SIINQ

La L. 296/2006, che disciplina la normativa relativa alle SIIQ, introduce anche un'altro strumento: le SIINQ. Le SIINQ, sono le Società di Investimento Immobiliare Non Quotate, che possono godere delle agevolazioni fiscali previste per le SIIQ qualora vengano rispettate le seguenti condizioni:

- Le società devono essere residenti nel territorio dello Stato<sup>42</sup>;
- Le società devono svolgere attività locativa in via prevalente<sup>43</sup>;
- La società SIINQ, deve essere posseduta per una percentuale pari al 95 per cento dei diritti di voto e di partecipazione agli utili da una SIIQ, anche congiuntamente ad altre SIIQ;
- L'opzione per l'adesione al regime delle SIIQ deve essere esercitata dalla controllata congiuntamente alla SIIQ controllante. Inoltre deve essere esercitata da parte della controllata anche l'opzione per il consolidato nazionale;
- La società ha l'obbligo di rispettare la normativa in materia di SIIQ, in particolare la norma fa riferimento non solo ai commi da 119 a 141 dell'art.1 della L. 296/2006, ma anche ai principi contabili internazionali per la redazione del bilancio d'esercizio<sup>44</sup>;

È necessario chiarire la tipologia di rapporto che sussiste tra la SIIQ (o le SIIQ) controllante e la SIINQ controllata. A tal proposito interviene il D.M. 174/2007 specificando che la SIINQ debba essere: “[...] controllata da una SIIQ che abbia i requisiti per il consolidamento di cui agli articoli 117, comma 1, e 120 del testo unico delle imposte sui redditi[...]”<sup>45</sup>. Si ritiene<sup>46</sup> che qualora ci sia il controllo da parte di più di una SIIQ, basti che tali requisiti siano rispettati da una sola di esse.

Gli articoli 117 e 120 del TUIR, richiamati dal Decreto Ministeriale, si riferiscono alla normativa del consolidato fiscale nazionale, rispettivamente l'art 117 TUIR richiama espressamente la definizione di controllo ai sensi dell'art. 2359 del c.c., comma 1<sup>47</sup>, mentre l'art 120 TUIR indica altri due requisiti per il controllo, oltre al sopracitato art.2359. Tali requisiti sono la partecipazione diretta o indiretta da parte della SIIQ controllante per una percentuale superiore al 50 per cento sia nel capitale sociale che nell'utile di bilancio della società.<sup>48</sup>

---

<sup>42</sup> A tal proposito si rimanda a p. 6, per il concetto di residenza ai fini fiscali previsto dall' art.73 TUIR

<sup>43</sup> Art.1, comma 121 della L. n. 296/2006

<sup>44</sup> Art.1, comma 125 della L. n. 296/2006

<sup>45</sup> Art.1, comma 1, lettera b) del D.M. 174/2007

<sup>46</sup> Circolare 8/E del 2008, p.20

<sup>47</sup> Art. 2359 c.c.: “Sono considerate società controllate:

1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;

2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;

3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.”

<sup>48</sup> Nel calcolo della percentuale è necessario tenere conto della demoltiplicazione derivante dalla catena societaria del controllo e non considerare le azioni prive di diritti di voto.

## 1.2 Il regime fiscale delle SIIQ: gli effetti dell'esercizio dell'opzione

Dopo aver analizzato i requisiti necessari affinché una società possa aderire al regime previsto per le SIIQ e quali novità sono state introdotte dalla riforma relativamente a quest'ultimi, andremo ad effettuare la stessa tipologia di lavoro sulla normativa fiscale. Le SIIQ infatti, come ripetuto più volte, godono di un regime fiscale agevolato relativo all'imposizione diretta, che è stato anch'esso modificato dal Decreto Sblocca Italia, per avvicinare la normativa a quella degli altri Paesi Europei. Tale regime prevede che il reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare (gestione esente) sia esente da IRES e IRAP e che l'imposizione gravi direttamente in capo ai soci, nel momento in cui vi è la distribuzione degli utili. Vi è quindi un'inversione del principio di tassazione, per la quale il reddito d'impresa è tassato al momento della sua produzione, mentre i dividendi distribuiti sono esclusi da tassazione<sup>49</sup>. Viene quindi applicata una ritenuta pari al 26 per cento a titolo di acconto per gli imprenditori, e a titolo di imposta per coloro che vengono classificati come soggetti diversi dagli imprenditori. Il regime è parzialmente diverso per le società residenti in altri Stati membri dell'Unione Europea o in Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, che sono state introdotte dalla riforma, infatti non vi è l'applicazione della ritenuta del 26 per cento, bensì il pagamento di un'imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP del 20 per cento. Tale disparità di trattamento, comporta uno svantaggio per le SIIQ rispetto ai REITs Europei, in quanto quest'ultimi sono restii all'investimento per motivi legati alla doppia imposizione. Per quanto riguarda i proventi derivanti dalla gestione imponibile, quest'ultimi sono soggetti alla normativa generale in materia di IRES e IRAP.

L'opzione per aderire al regime deve essere esercitata entro il 31 dicembre del periodo d'imposta precedente a quello in cui la società ha intenzione di avvalersi dello stesso, quindi se la società intende aderire alla disciplina a partire dall'anno 2016, dovrà esercitare l'opzione entro il 31 dicembre 2015.<sup>50</sup> Inoltre la norma specifica che l'opzione è irrevocabile e che dovrà essere riportata la qualifica di SIIQ sia nella denominazione che nei documenti emessi da parte della società. Affinché si possa aderire al regime è necessario rispettare i requisiti che sono stati illustrati nel paragrafo precedente, tenendo conto delle modifiche apportate dalla riforma, nonostante non sia ancora avvenuto l'aggiornamento delle disposizioni attuative.

---

<sup>49</sup> Circolare 8/E del 2008

<sup>50</sup> Art.1, comma 120 della L. 296/2006

A tal proposito ricordiamo l'introduzione del *grace period*, rispettivamente di un anno per il requisito del flottante e di tre anni per quello del controllo, da parte della riforma.<sup>51</sup>

L'esercizio dell'opzione produce una serie di effetti che per semplicità, andremo ad analizzare singolarmente.

### 1.2.1 Obbligo di distribuzione dell'utile della gestione esente

Come già accennato in precedenza, si è soliti suddividere la gestione della SIIQ in gestione esente e gestione imponibile, dove per gestione esente si intende quella relativa all'attività di locazione immobiliare, mentre rientrano in quella imponibile tutte quelle attività che non sono ricomprese nella prima.<sup>52</sup>

Il reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare è esente dall'IRES e dall'IRAP e la tassazione avviene direttamente in capo ai soci, per questo motivo il comma 123 della L. 296/2006 sancisce l'obbligo di distribuzione dell'utile derivante da tale attività, onde evitare che ci sia il rinvio della tassazione *sine die*. La normativa originaria prevedeva “[...] *l'obbligo, in ciascun esercizio, di distribuire ai soci almeno l'85 per cento dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso delle partecipazioni indicate al comma 121; se l'utile complessivo di esercizio disponibile per la distribuzione e' di importo inferiore a quello derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso di dette partecipazioni, la percentuale suddetta si applica su tale minore importo.*”

Con la riforma il *pay-out ratio* dell'85 per cento viene ridotto al 70 per cento. Il motivo principale di tale riduzione è relativo all'impossibilità delle SIIQ italiane di dedurre i costi di ammortamento sugli immobili locati, in quanto non è previsto dai principi contabili internazionali che sono obbligate ad applicare per legge. Al contrario in altri Paesi Europei è prevista tale possibilità che abbatta notevolmente l'utile da dover distribuire, quindi ancora una volta il Legislatore agisce avendo come obiettivo quello di armonizzare la normativa. Tale riduzione permette di avere maggiori risorse da poter investire per valorizzare il complesso di immobili gestiti da tali società. Quando si parla di utile, si intende l'utile netto risultante dal conto economico della gestione esente della società, perciò non va conteggiato in tale posta l'utile soggetto a vincoli civilistici, come ad esempio quello da accantonare a riserva legale.<sup>53</sup> E' necessario specificare che non è soggetta al vincolo solo quella parte che per legge debba essere accantonata, qualora la società decida di destinare volontariamente una

---

<sup>51</sup> Paragrafo 1.1.3, p.8

<sup>52</sup> Art.1, comma 1, lettera c) e lettera d) del D.M. 174/2007

<sup>53</sup> Art.2430 c.c.

percentuale maggiore di quella prevista per legge, quest'ultima è soggetta all'obbligo di distribuzione.

Per quanto riguarda le disposizioni attuative relative a tali obblighi, facciamo riferimento al D.M. 174/2007, per il quale all'art.11, comma 1, gli utili e le riserve che si sono formate negli esercizi in cui la società è soggetta al regime delle SIIQ devono essere indicati separatamente in dichiarazione dei redditi, separando quindi quelli derivanti dalla gestione esente e da quella imponibile.<sup>54</sup>

L'art.7, comma 2 del Decreto Ministeriale, tratta il caso in cui l'utile derivi in parte dalla gestione esente e in parte da quella imponibile. In tal caso la norma recita che: *“l'importo da accantonare obbligatoriamente a riserva per vincoli legali o statutari è proporzionalmente imputato a riduzione delle due parti dell'utile e le riserve così alimentate riflettono tale composizione proporzionale”*. In questo modo le riserve sono formate proporzionalmente da utili derivanti dalla gestione esente e da quella imponibile, garantendo l'oggettività della formazione delle riserve stesse.

Procedendo nella nostra analisi del comma 123, il Legislatore ha previsto poi, di applicare la percentuale del 70 per cento, al minore tra l'utile derivante dalla gestione esente e l'utile complessivo di esercizio, di modo da trattare il caso il cui dalla gestione esente venga prodotto un utile positivo, mentre da quella imponibile un utile negativo. In questo caso il Decreto Ministeriale, all'art 7, comma 4, stabilisce che *“l'utile contabile della gestione imponibile realizzato nei successivi esercizi si considera formato, fino a concorrenza dell'importo della suddetta riduzione, da utili della gestione esente, con conseguente obbligo di distribuzione”*. Vale anche il viceversa, nel senso che, qualora si verifichi una perdita nella gestione esente, l'eventuale utile positivo dell'esercizio successivo dovrà essere considerato al netto di tale perdita.

Ulteriore novità è l'introduzione del comma 123bis che prevede l'obbligo di distribuire una parte delle plusvalenze derivanti dalla cessione di immobili, così come è già previsto nella normativa delle SIIC francesi. La percentuale delle plusvalenze che si ha l'obbligo di distribuire è pari al 50 per cento delle plusvalenze nette realizzate su immobili destinati alla locazione o derivanti dalla cessione di partecipazioni in altre SIIQ o in Fondi Immobiliari “qualificati” nei due esercizi successivi a quello di realizzo.<sup>55</sup>

---

<sup>54</sup> Art.11, comma 1 del D.M. 174/2007

<sup>55</sup> Art.1, comma 123bis della L. 296/2006 introdotto dall' Art.20, comma 1, lettera f) del D.L. 133/2014: *“ Ai fini del comma 123, i proventi rivenienti dalle plusvalenze nette realizzate su immobili destinati alla locazione*

Per concludere, il mancato rispetto dell'obbligo di distribuzione degli utili derivanti dalla gestione esente comporta la cessazione degli effetti derivanti dall'esercizio dell'opzione a partire dall'esercizio in cui si sono formati gli utili che non sono stati distribuiti.

### 1.2.2 L'imposta di ingresso

Dopo aver esercitato l'opzione per aderire al regime, viene effettuata la valutazione a valore normale degli immobili e dei diritti reali su immobili che rientrano nella gestione esente. Il valore normale viene calcolato alla data di chiusura dell'ultimo periodo di imposta in regime ordinario, in base ai principi contabili internazionali. Tale valore va raffrontato con il costo fiscalmente riconosciuto e qualora emerga una plusvalenza, al netto di eventuali minusvalenze, su quest'ultima va applicata un'imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP pari al 20 per cento: tale imposta viene definita "imposta di ingresso".<sup>56</sup>

Tale valutazione al valore normale, deve essere effettuata per:

- Gli immobili<sup>57</sup> e i diritti reali su immobili destinati alla locazione;
- Gli immobili destinati alla vendita, solo se iscritti tra le immobilizzazioni materiali<sup>58</sup>;
- I plusvalori relativi agli immobili in ristrutturazione o in corso di costruzione<sup>59</sup>;
- Gli immobili destinati alla locazione e detenuti in base ad un contratto di leasing<sup>60</sup>.

Il comma 127, sancisce poi che il valore normale determinato secondo i principi contabili internazionali, diventa il nuovo valore fiscalmente riconosciuto a partire dal quarto periodo d'imposta successivo a quello anteriore all'ingresso nel regime speciale. Per esempio se l'anno in cui si aderisce al regime è il 2010, il *fair value* diventerà valore fiscalmente riconosciuto a partire dal 2013.

Pertanto per le cessioni di immobili, antecedenti al quarto anno, si tiene conto del costo fiscalmente riconosciuto che tali beni avevano nell'ultimo periodo di imposta in cui si è applicato il regime ordinario. A tal proposito viene chiarito nelle disposizioni attuative<sup>61</sup> che

---

*nonche' derivanti dalla cessione di partecipazioni in SIIQ e SIINQ o di quote in fondi immobiliari di cui al comma 131, incluse nella gestione esente ai sensi del comma 131, sono soggette all'obbligo di distribuzione per il 50 per cento nei due esercizi successivi a quello di realizzo."*

<sup>56</sup> Art.1, comma 126 della L. 296/2006

<sup>57</sup> "In immobili vengono ricompresi anche i terreni, le aree pertinenziali e i terreni fabbricabili" in Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.167

<sup>58</sup> Art. 1, comma 129 della L. 296/2006

<sup>59</sup> Circolare 8/E del 2008, p.30

<sup>60</sup> Art. 4, comma 1 del D.M. 174/2007

<sup>61</sup> Art.4, comma 5 del D.M. 174/2007

l'imposta sostitutiva già versata per i beni alienati prima del quarto periodo di imposta concorre a formare credito di imposta.

Il versamento dell'imposta d'ingresso deve essere effettuato in cinque rate annuali così come stabilito dal comma 128 della L. 296/2006: *“la prima con scadenza entro il termine previsto per il versamento a saldo dell'imposta sul reddito delle società relativa al periodo d'imposta anteriore a quello dal quale viene acquisita la qualifica di SIIQ; le altre con scadenza entro il termine rispettivamente previsto per il versamento a saldo dell'imposta sul reddito delle società relative ai periodi d'imposta successivi. [...] In caso di rateizzazione, sull'importo delle rate successive alla prima si applicano gli interessi, nella misura del tasso di sconto aumentato di un punto percentuale, da versare contestualmente al versamento di ciascuna delle predette rate.”*<sup>62</sup>

Infine il comma 130, disciplina un'opzione alternativa al pagamento dell'imposta d'ingresso, che prevede l'inclusione delle plusvalenze derivanti dalla differenza tra il valore normale e il costo fiscalmente riconosciuto, nel reddito d'impresa dell'ultimo periodo d'imposta in cui si è applicato il regime ordinario. Altra opzione è quella di includere la plusvalenza, per quote costanti, nel reddito dell'ultimo periodo e dei successivi ma non oltre il quarto, in questo caso andranno a concorrere come reddito facente parte della gestione imponibile.

L'art. 5 del D.M. 174/2007, rubricato *“Opzione per l'inclusione nel reddito d'impresa”*, specifica che tale opzione deve essere esercitata in sede di presentazione di dichiarazione dei redditi del periodo d'imposta precedente all'adozione del regime, secondo il valore normale.

In particolare tale valore risulterà come nuovo costo fiscale degli immobili a partire dal periodo successivo, quindi viene meno la norma per la quale era necessario attendere fino al quarto periodo d'imposta successivo<sup>63</sup>. Se la scelta dovesse ricadere sull'opzione a quote costanti invece, il riconoscimento del maggior costo fiscale avverrà in misura proporzionale alla quota di valore normale assoggettata a tassazione ordinaria in ogni periodo d'imposta.<sup>64</sup>

Infine, qualora la società dovesse decadere dal regime SIIQ, gli effetti collegati all'inclusione nel reddito d'impresa delle plusvalenze permangono. Al contrario, in caso di applicazione dell'imposta d'ingresso, il verificarsi di una causa di decadenza comporta la ricostituzione della situazione antecedente all'ingresso nel regime speciale, qualora non sia trascorso il

---

<sup>62</sup> Dal 1999 il TUS (tasso ufficiale di sconto) viene sostituito dal TUR (tasso ufficiale di riferimento della politica monetaria) stabilito dalla BCE.

<sup>63</sup> Art.1, comma 127 della L. 296/2006

<sup>64</sup> Art.5, comma 3 del D.M. 174/2007

periodo dei quattro anni stabilito dalla normativa, affinché il valore normale diventi costo fiscalmente riconosciuto in via definitiva.<sup>65</sup>

### 1.2.3 Obbligo di tenuta di contabilità separate

Data la possibilità per le SIIQ, di svolgere altre attività oltre a quella di locazione immobiliare, che comunque deve essere svolta in via prevalente, la normativa stabilisce l'obbligo di tenuta di contabilità separate, al fine di poter applicare i regimi fiscali differenti. Il comma 121 stabilisce che: *“La società che abbia optato per il regime speciale deve tenere contabilità separate per rilevare i fatti di gestione dell'attività di locazione immobiliare e delle altre attività, dando indicazione, tra le informazioni integrative al bilancio, dei criteri adottati per la ripartizione dei costi e degli altri componenti comuni.”* In relazione a quanto specificato in precedenza, dovranno essere tenute due contabilità, una afferente alla gestione esente, alla quale viene applicato il regime fiscale agevolato, e l'altra relativa alla gestione imponibile, la cui tassazione viene effettuata in relazione alla normativa ordinaria. A tale obbligo viene annesso quello di fornire distinta indicazione, in sede di dichiarazione dei redditi, degli utili e delle riserve della gestione esente e di quella imponibile, e delle relative movimentazioni.<sup>66</sup>

Per quanto riguarda gli utili e le riserve relativi alla gestione esente, viene chiarito nelle disposizioni attuative, che va indicata separatamente *“la quota, risultante da apposita documentazione, riferibile a contratti di locazione di immobili ad uso abitativo stipulati ai sensi dell'articolo 2, comma 3, della legge 9 dicembre 1998, n. 431”*<sup>67</sup>. Tale specifica è legata al fatto che la normativa originaria prevedeva al comma 134, l'applicazione di un'aliquota ridotta pari al 15 per cento per i contratti specificati dalla legge n.431/1998, contro quella ordinaria del 20 per cento.

In merito all'aliquota del 15 per cento da applicare ai proventi derivanti da contratti a canone convenzionato, è necessario fare un po' di chiarezza. La ritenuta ridotta del 15 per cento è stata applicata sino al 31 dicembre 2011. A partire dal 1 gennaio 2012 infatti, è entrata in vigore la normativa volta ad uniformare la tassazione delle rendite finanziarie<sup>68</sup>, pertanto veniva applicata la ritenuta ordinaria del 20 per cento, non essendo prevista una deroga relativa a tale fattispecie. Infine tale aliquota è stata innalzata al 26 per cento a partire dal 1

---

<sup>65</sup> Art.4, comma 6 del D.M. 174/2007

<sup>66</sup> Art.11 del D.M. 174/2007

<sup>67</sup> Si tratta di contratti di locazione di immobili che vengono stipulati a canone convenzionato, così come stabilito dalla suddetta normativa.

<sup>68</sup> Art.2, comma 6-34 del D.L. n. 138/2011

luglio 2014 ai sensi dell'art.3, del D.L. n.66/2014. A tal proposito è intervenuto il Legislatore con la modifica del comma 134 della L. 296/2006, che attualmente prevede l'applicazione dell'aliquota del 20 per cento per i redditi derivanti da contratti convenzionati, in relazione al fatto che tali tipologie di contratto non rientrano in quelli in cui è previsto l'innalzamento dell'aliquota.

Per questo motivo è necessaria l'indicazione separata all'interno della contabilità, in modo da poter applicare l'aliquota corretta, non sono in relazione alla tipologia di provento realizzato, ma anche alla normativa vigente durante i vari esercizi.

L'imputazione dei costi alla gestione esente, piuttosto che a quella imponibile, deve essere effettuata in conformità ai principi contabili internazionali. In particolare è necessario imputare i costi e i ricavi relativi alle attività di locazione immobiliare e assimilate alla gestione esente, tenendo conto non solo dei costi operativi, ma anche di oneri amministrativi, finanziari e tributari. In particolare si ritiene che gli oneri finanziari da considerare in tale gestione siano quelli riferibili a finanziamenti richiesti in relazione all'attività di locazione immobiliare e assimilate. Lo stesso principio vale per i costi operativi, amministrativi, tributari e finanziari afferenti la gestione imponibile.

Per quanto riguarda i costi generali, cioè che non si riferiscono specificatamente ad una gestione piuttosto che ad un'altra, è necessaria una ripartizione, tuttavia nella normativa non viene specificato quale criterio dovrà essere utilizzato al fine di effettuare una corretta imputazione. A tal proposito la Circolare 8/E del 2008, fa riferimento all'art. 144 TUIR, in relazione al quale la ripartizione avviene raffrontando l'ammontare dei proventi attribuibili alla gestione esente, all'ammontare complessivo dei proventi stessi. In questo caso, se la gestione esente dovesse pesare l'85 per cento sul totale delle attività svolte dalla società, allora i costi generali dovrebbero essere imputati alla gestione esente per tale percentuale, mentre la restante parte, pari al 15 per cento, dovrebbe essere imputata alla gestione imponibile. Tale criterio viene consigliato dall'Amministrazione Finanziaria, in quanto considerato idoneo alla ripartizione, tuttavia la scelta del criterio da applicare è discrezionale, purché sia documentato e esplicito in nota integrativa.

#### 1.2.4 Il trattamento delle perdite fiscali

Per quanto riguarda i redditi pregressi della società, il principio generale<sup>69</sup> stabilisce che gli utili e le perdite manifestatesi nei periodi d'imposta precedenti all'applicazione della

---

<sup>69</sup> Art.1,comma 132 della L. 296/2006

normativa relativa al regime speciale delle SIIQ, *“si imputano, per la parte ad esso riferibile, al reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare e, per la residua parte, al reddito derivante dalle altre attività eventualmente esercitate.”*

Tale premessa si è ritenuta necessaria per introdurre il tema delle perdite che potrebbero manifestarsi durante la vita della società e come quest'ultime debbano essere trattate ai fini fiscali. È necessario distinguere tra:

- Le perdite che si sono generate prima di accedere al regime speciale SIIQ;
- Le perdite prodotte durante il regime speciale;
- Le perdite pregresse in caso di fuoriuscita dal regime.

Nel primo caso<sup>70</sup>, le perdite pregresse possono essere utilizzate o al fine di abbattere la base imponibile dell'imposta d'ingresso, che la società è obbligata a versare ai sensi del comma 129, o al fine di compensare i redditi derivanti esclusivamente dalla gestione imponibile.

Tali criteri non sono alternativi tra di loro, quindi qualora dopo l'abbattimento della base imponibile dell'imposta d'ingresso, dovessero sussistere ulteriori perdite pregresse, quest'ultime potranno essere utilizzate per la compensazione.<sup>71</sup> Per quanto riguarda le modalità di utilizzo di tali perdite, si rimanda all' art. 84 del TUIR<sup>72</sup>, secondo cui è possibile utilizzare le perdite pregresse negli esercizi successivi, in misura non superiore all'80 per cento del reddito imponibile di ciascun periodo d'imposta.

Nel caso in cui invece, le perdite siano prodotte durante il regime speciale, bisogna distinguere se quest'ultime siano relative alla gestione esente o a quella imponibile. Infatti il reddito della gestione esente può essere compensato solo dalle perdite derivanti dalla gestione esente, e i redditi della gestione imponibile da quelle della gestione imponibile. Non sarà possibile quindi compensare il reddito della gestione esente con perdite derivanti da quella imponibile e viceversa, in quanto vi è l'obbligo di tenuta delle contabilità separate, come esposto precedentemente. Per quanto riguarda le modalità di utilizzo delle perdite, anche in questo caso si fa riferimento all'art. 84 del TUIR.

Infine, qualora la società decida di fuoriuscire dal regime, vi è come diretta conseguenza la fine della separazione, sia contabile che fiscale, dei risultati derivanti dalle attività della

---

<sup>70</sup> Art.1, comma 133 della L.296/2006: *“Le perdite fiscali generatesi nei periodi d'imposta anteriori a quello da cui decorre il regime speciale possono essere utilizzate, secondo le ordinarie regole, in abbattimento della base imponibile dell'imposta sostitutiva d'ingresso di cui ai commi da 126 a 133 e a compensazione dei redditi imponibili derivanti dalle eventuali attività diverse da quella esente.”*

<sup>71</sup> Circolare 8/E del 2008

<sup>72</sup> Art.84 TUIR: *“La perdita di un periodo d'imposta, determinata con le stesse norme valevoli per la determinazione del reddito, può essere computata in diminuzione del reddito dei periodi d'imposta successivi in misura non superiore all'ottanta per cento del reddito imponibile di ciascuno di essi e per l'intero importo che trova capienza in tale ammontare [...]”*

gestione esente e di quella imponibile. Per questo motivo, in caso di decadenza dal regime speciale, le perdite derivanti dalla gestione esente potranno essere utilizzate per la compensazione di redditi della gestione imponibile, nel rispetto dei limiti stabiliti dall'art. 84 del TUIR, a partire dal periodo d'imposta successivo.<sup>73</sup>

#### 1.2.5 La disciplina delle riserve

Come già detto in precedenza, le disposizioni attuative in materia di SIIQ, in particolare l'art.11, comma 1 del D.M. 174/2007, obbligano ad indicare separatamente gli utili e le riserve attribuibili alla gestione esente e alla gestione imponibile, incluse le singole movimentazioni, all'interno della dichiarazione dei redditi.

Possiamo quindi distinguere tre tipologie di riserve:

- Riserve costituite da utili derivanti dalla gestione esente;
- Riserve costituite da utili relativi a periodi d'imposta precedenti all'adozione del regime;
- Riserve costituite da utili derivanti dalla gestione imponibile.

Nel primo caso, dato che le riserve sono costituite da utili derivanti dalla gestione esente, non vi è l'applicazione del regime di tassazione ordinario, mentre nel secondo e terzo caso, qualora tali riserve dovessero essere distribuite, concorrerebbero alla formazione di reddito imponibile e di conseguenza sarebbero tassate secondo le disposizioni 47, 59 e 89 del TUIR, a seconda della natura del socio precettore. Tale principio è contenuto nel comma 136 della L. n. 296/2006 che richiama espressamente le regole di tassazione ordinaria, qualora ci si trovi nel secondo caso precedentemente esposto.

La distinzione sopra esposta, è utile anche per analizzare il criterio di utilizzo delle riserve qualora una società aderisca al regime SIIQ. A tal proposito l'articolo 11 prosegue analizzando due presunzioni: quella di distribuzione delle riserve e quella di copertura delle perdite. Il criterio da utilizzare per la distribuzione delle riserve è tale per cui: *“Salva diversa volontà assembleare, in caso di distribuzione di riserve, si considerano distribuite prioritariamente quelle formatesi anteriormente all'inizio del regime speciale e quelle formatesi durante la vigenza di tale regime con utili derivanti dalla gestione imponibile”*.<sup>74</sup>

Verranno quindi distribuite prima le riserve che sono soggette al regime di tassazione ordinario, a meno che non sia deciso diversamente da parte dell'Assemblea dei soci della società, tale presunzione pertanto è relativa alla volontà assembleare. Per quanto riguarda

---

<sup>73</sup> Art. 9, comma 2 del D.M. 174/2007

<sup>74</sup> Art.11, comma 2 del D.M. 174/2007

invece la copertura delle perdite pregresse, allo stesso modo: “*si considerano utilizzate prioritariamente le riserve di utili formatesi anteriormente all’inizio del regime speciale e quelle formatesi durante la vigenza di tale regime con utili derivanti dalla gestione imponibile*”.<sup>75</sup> In questo secondo caso tuttavia, la presunzione è assoluta, pertanto non potrà essere modificata attraverso una delibera assembleare.

Infine il comma 4, stabilisce che entrambe le presunzioni che abbiamo analizzato in precedenza, sono valide anche qualora la società dovesse fuoriuscire dal regime SIIQ. Pertanto continueranno ad essere utilizzate in via prioritaria le riserve derivanti dalla gestione imponibile, piuttosto che quelle formate da utili della gestione esente, anche qualora ci sia stata la decadenza dal regime.

#### 1.2.6 L’opzione per il consolidato nazionale

Il consolidato nazionale è un regime di tassazione di gruppo, per il quale viene colpito il risultato del gruppo, visto come unità economica<sup>76</sup>, e non i risultati delle singole società. Per quanto riguarda le SIIQ, esse possono partecipare al consolidato come:

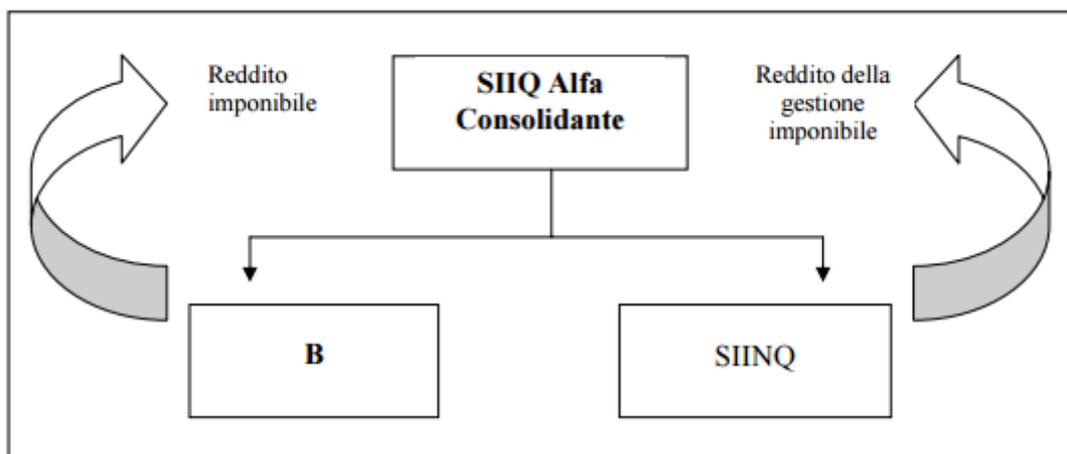
- Consolidante, dove le società consolidate possono essere società che aderiscono al regime delle SIIQ e non;
- Consolidate, in questo caso la società consolidante deve essere una SIIQ che eserciti il controllo sulla SIIQ consolidata.

La normativa generale di riferimento è contenuta negli art. da 117 a 129 del TUIR, mentre il tema del consolidato nazionale per le SIIQ, viene trattato nell’art.13 del D.M. 174/2007. Per quanto riguarda il calcolo del reddito complessivo globale, in capo alla consolidante, esso dovrà essere effettuato come somma algebrica del reddito netto imponibile delle società consolidate e del reddito netto derivante dalla gestione imponibile per le società SIIQ, pertanto riguarderà solo la gestione imponibile delle società.

---

<sup>75</sup> Art.11, comma 3 del D.M. 174/2007

<sup>76</sup> Tesaro F., “*Istituzioni di diritto tributario 2 – parte speciale*”, UTET, 2012



Fonte: Circolare 8/E del 2008

Come illustrato dalla figura, la società B, partecipa al consolidato sulla base del proprio reddito imponibile, mentre la società SIINQ, solamente con il reddito derivante dalla gestione imponibile.

Per quanto riguarda gli effetti che la decadenza dal regime ha sulla tassazione tramite il consolidato nazionale, possiamo identificare più casi:

- Se la SIIQ consolidata decade dal regime, non vi è l'interruzione della tassazione di gruppo secondo la normativa del consolidato nazionale, in quanto come detto in precedenza, è possibile che tra le società consolidate vi siano società che non aderiscono al regime;
- Se la SIIQ consolidante decade dal regime, non vi è l'interruzione della tassazione di gruppo, tuttavia decadono dal regime SIIQ anche le società SIINQ consolidate, pertanto non potranno più usufruire del regime fiscale agevolato;
- Se la SIIQ consolidante decade dal regime, ma ci sono una SIIQ controllante di secondo livello e una SIINQ controllata, allora vi è l'interruzione della tassazione, con la possibilità per la SIIQ di secondo livello e la SIINQ di optare per un nuovo consolidato.

Tra gli obblighi che sussistono in capo alla consolidante, ricordiamo quelli di presentare la dichiarazione dei redditi del consolidato e calcolare il reddito imponibile complessivo del gruppo<sup>77</sup>.

<sup>77</sup> Art.122 TUIR

### 1.2.7 Cause di cessazione del regime SIIQ

Come è stato analizzato nei paragrafi precedenti, una SIIQ per essere qualificata come tale, deve rispettare una serie di requisiti: oggettivi, soggettivi, di struttura partecipativa e statutari<sup>78</sup>. Alcuni di essi, qualora dovessero venire meno, hanno come effetto diretto la cessazione del regime per la società e di conseguenza l'impossibilità di continuare ad applicare la normativa fiscale agevolata.

Non costituisce causa di cessazione del regime, il venir meno del requisito del flottante, in quanto la modifica che è stata apportata dalla Finanziaria 2008 stabilisce che tale requisito debba verificarsi esclusivamente al momento dell'esercizio dell'opzione<sup>79</sup>, e non anche nei periodi successivi. Il motivo per il quale il venir meno del requisito del flottante non costituisce causa di cessazione del regime è legato al fatto che la società non ha il potere di controllare che il 25 per cento delle azioni della società sia posseduto da soci, la cui partecipazione non ecceda il 2 per cento, anche successivamente all'esercizio dell'opzione. Qualora i soci superassero tale percentuale, la società ne verrebbe a conoscenza solo nel momento in cui le fosse comunicato da Borsa italiana. Inoltre potrebbe innescarsi un meccanismo per il quale, un socio potrebbe decidere di acquistare nuove azioni, con il solo scopo di far perdere i vantaggi fiscali alla società in questione.

Un'altra precisazione che è d'obbligo fare è legata all'introduzione del *grace period*, di un anno per il requisito del flottante e di tre anni per quello del controllo, durante il quale il mancato rispetto dei requisiti del flottante e del controllo, non comporta cessazione dal regime.

Fatta eccezione per il requisito del flottante e l'introduzione del *grace period*, costituiscono cause di cessazione del regime, a partire dal periodo d'imposta in cui si verificano:

- La perdita della residenza, ai fini fiscali, nel territorio dello Stato;
- La perdita della forma giuridica di società per azioni;
- La revoca dell'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati;
- Il venir meno del requisito del controllo, per il quale un socio non può possedere, direttamente o indirettamente, più del 60 per cento dei diritti agli utili e dei diritti di voto. In questo caso è necessario il superamento di entrambi i limiti, mentre si ritiene<sup>80</sup> che non costituisca causa di decadenza il superamento di una sola delle due

---

<sup>78</sup> Art.1, comma 119 della L. n. 296/2006

<sup>79</sup> Vedi nota 11

<sup>80</sup>Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.177

condizioni. Un'altra precisazione è necessaria relativamente al caso in cui tale requisito dovesse essere superato in relazione allo svolgimento di operazioni straordinarie, in questo caso il regime viene sospeso finché non viene ristabilito il requisito del controllo così come previsto dal comma 119.<sup>81</sup>

- *“la mancata osservanza per tre esercizi consecutivi di una delle condizioni di prevalenza indicate nel comma 121”*<sup>82</sup>; in questo caso si fa riferimento allo svolgimento dell'attività di locazione immobiliare in via prevalente e in particolare al rispetto dell'*asset test* e del *profit test*<sup>83</sup>. Il periodo di tolleranza stabilito dal Legislatore nella normativa originaria era di due esercizi consecutivi, tuttavia con la riforma è stato modificato a tre esercizi. Le disposizioni attuative, stabiliscono in merito che è sufficiente la mancata osservanza di solo uno dei due parametri per decadere dal regime con effetti dal secondo periodo di mancato rispetto<sup>84</sup>, e che qualora non siano soddisfatti entrambi i parametri in un esercizio, la decadenza è prevista da quel periodo d'imposta stesso<sup>85</sup>.
- La mancata distribuzione ai soci del 70 per cento degli utili derivanti dalla gestione esente<sup>86</sup>: In questo caso la norma prevede la decadenza dal regime a partire dall'esercizio in cui si sono formati gli utili non distribuiti.

Per quanto riguarda le SIINQ, vanno ad aggiungersi altre due cause di cessazione dal regime a quelle precedentemente esposte, in relazione al rapporto che quest'ultime devono avere con le SIIQ:

- La perdita del possesso da parte della SIIQ del 95 per cento dei diritti di voto e dei diritti agli utili della SIINQ<sup>87</sup>;
- L'interruzione del regime di consolidato nazionale, ai sensi dell'art 117 TUIR, tra la SIIQ controllante e la SIINQ controllata.

Il verificarsi di una di queste fattispecie, comporta una serie di effetti sia dal punto di vista civilistico che da quello fiscale.

---

<sup>81</sup> Tali cause si desumono dal mancato rispetto dei requisiti stabiliti dall'art.1, comma 119 della L. 296/2006

<sup>82</sup> Art.1, comma 122 della L. n. 296/2006

<sup>83</sup> P.10-15

<sup>84</sup> Tale incongruenza è dovuta alla mancanza di adeguamento delle disposizioni attuative alla Riforma del D.L. 133/2014, pertanto mentre nella norma il periodo è stato portato da due a tre esercizi, nelle disposizioni attuative permane il limite di due esercizi.

<sup>85</sup> Art. 12 del D.M. 174/2007

<sup>86</sup> Art.1, comma 124 della L. n. 296/2006

<sup>87</sup> Art.1, comma 125 della L. n. 296/2006

Dal punto di vista civilistico, la società non viene più qualificata come SIIQ, pertanto non è più obbligata a distribuire il 70 per cento degli utili, a tenere contabilità separate per la gestione esente e quella imponibile, ma dovrà rispettare solamente la normativa relativa alle Società per Azioni, infatti potrà comunque essere quotata.

Dal punto di vista fiscale, venendo meno il regime agevolato, saranno applicate le disposizioni ordinarie in materia di IRES e IRAP, così come stabilito dal TUIR. Ad esempio, potranno essere utilizzate le perdite della gestione esente per ridurre i redditi prodotti in regime ordinario.

### **1.3 Il regime dei conferimenti**

Dopo aver analizzato il regime fiscale delle SIIQ e gli effetti che derivano dall'esercizio dell'opzione, è d'obbligo andare ad esaminare, seppur brevemente, il regime fiscale dei conferimenti ai fini delle imposte dirette, indirette e IVA. Successivamente andremo a focalizzarci su un'importante novità introdotta dalla riforma, cioè i conferimenti che vengono effettuati dai Fondi Immobiliari nei confronti delle SIIQ.

#### **1.3.1 Imposte dirette**

Il conferimento di immobili o di diritti reali su immobili ad una SIIQ, può essere effettuato da parte di una pluralità di soggetti: società commerciale, imprenditore, persona fisica etc. e comporta la tassazione in capo al soggetto conferente, a prescindere dalla natura dello stesso.

La tassazione, relativa alle eventuali plusvalenze che si realizzano al momento del conferimento, può avvenire secondo le disposizioni ordinarie oppure secondo l'articolo 1, comma 137 della L. n. 296/2006 che prevede: *“un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive con aliquota del 20 per cento; tuttavia, l'applicazione dell'imposta sostitutiva e' subordinata al mantenimento, da parte della società conferitaria, della proprietà o di altro diritto reale sugli immobili per almeno tre anni.”* La scelta deve essere effettuata esclusivamente del soggetto conferente a seconda di quale tassazione ritenga più vantaggiosa.

Il comma 137 dispone in merito alle plusvalenze, tuttavia non viene specificato nulla in relazione alle minusvalenze, come invece era stato fatto nei commi precedenti, pertanto si

ritiene<sup>88</sup> che si debba tener conto esclusivamente delle plusvalenze e non anche di eventuali minusvalenze relative ai conferimenti di immobili.

Continuando nell'analisi del suddetto comma, *conditio sine qua non* stabilita dalla normativa è il mantenimento da parte della SIIQ della proprietà dell'immobile conferito per almeno tre anni. Qualora tale limite non venga rispettato, e quindi si dovesse procedere all'alienazione dell'immobile, verrà considerato come costo fiscale quello riconosciuto precedentemente in capo al soggetto conferente, e il pagamento dell'imposta sostitutiva verrà considerato come credito d'imposta. La *ratio* è quella di prevedere conseguenze derivanti dall'alienazione dell'immobile senza il rispetto del suddetto limite, solo per la società conferitaria, in quanto il soggetto conferente non è in grado di controllare il volere di quest'ultima.

Per quanto riguarda il versamento dell'imposta, quest'ultima dovrà essere versata in un massimo di cinque rate annuali di pari importo, inoltre viene fatto esplicito richiamo alla normativa relativa all'imposta d'ingresso<sup>89</sup>.

Le disposizioni attuative in merito ai conferimenti effettuati nei confronti di una SIIQ, danno ulteriori indicazioni in riferimento ai conferimenti effettuati da parte delle imprese<sup>90</sup>. Quest'ultimi possono essere anche immobili che erano destinati alla vendita da parte della società conferente, tuttavia dovranno essere riclassificati come immobili destinati alla locazione nel bilancio della società conferitaria. Qualora tale classificazione non dovesse avvenire, non è però prevista una sanzione, come specificato dall'Agenzia delle Entrate nella circolare 8/E del 2008.

### 1.3.2 IVA e Imposte indirette

Ai fini IVA, è necessario fare una distinzione tra il conferimento di una pluralità di immobili prevalentemente locati e il conferimento di immobili che non rientrano in tale categoria.

Il comma 138 dispone in merito agli apporti di una pluralità di immobili prevalentemente locati, che si considerano assimilati ai conferimenti di azienda o di rami d'azienda e di conseguenza sono esclusi da tassazione.<sup>91</sup> In questo caso è necessario che si conferiscano due o più immobili<sup>92</sup> e che quest'ultimi siano prevalentemente locati. Il criterio della prevalenza, viene verificato andando a rapportare il valore effettivo delle unità immobiliari locate rispetto al valore complessivo delle unità immobiliari oggetto del singolo rapporto. Il criterio si ritiene

---

<sup>88</sup> Circolare 8/E del 2008

<sup>89</sup> Art.1, comma 128 della L. n. 296/2006

<sup>90</sup> Art.15 del D.M. 174/2007

<sup>91</sup> Art. 2, comma 3, lettera b), del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633

<sup>92</sup> Per immobili si intendono anche fabbricati e terreni.

rispettato se il rapporto è superiore al 50 per cento, e tale condizione deve essere verificata alla data in cui ha effetto l'atto di trasferimento.<sup>93</sup>

Per quanto riguarda il conferimento di immobili che non rientrano nella fattispecie del comma 138, ai fini IVA, si applicherà la tassazione a seconda della natura del soggetto conferente e del tipo di immobile conferito.

Ai fini dell'imposizione indiretta, viene mantenuta la distinzione tra il conferimento di una pluralità di immobili prevalentemente locati e il conferimento di immobili che non appartengono a questa categoria. Infatti, nel primo caso, il comma 138 stabilisce che: *“Gli stessi conferimenti, da chiunque effettuati, sono soggetti, agli effetti delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, ad imposta in misura fissa.”* Mentre il comma 139, nei casi diversi da quelli del 138, stabilisce che le imposte ipotecaria e catastale sono ridotte alla metà, pertanto l'aliquota attuale è pari al 1,5 per cento per quella ipotecaria e allo 0,5 per cento per quella catastale.

La disciplina sopra illustrata, si ritiene<sup>94</sup> applicabile anche alle società di investimento immobiliare che hanno esclusivamente esercitato l'opzione, ma che non fruiscono ancora degli effetti della stessa, in quanto quest'ultimi saranno espliciti a partire dall'esercizio successivo. La tesi in questione ha due argomentazioni principali: la prima relativa al dettato normativo che non fa espresso riferimento agli effetti dell'opzione, bensì all'esercizio della stessa; la seconda fa riferimento al fatto che, qualora la norma venisse interpretata diversamente, si andrebbero a penalizzare le società in fase in start-up, che hanno deciso di aderire al regime SIIQ.

In ultimo, il comma 140, stabilisce che la scelta tra l'imposta sostitutiva e il regime di tassazione ordinario, può essere effettuata anche dai soggetti che conferiscono immobili o diritti reali su immobili ad un Fondo Immobiliare. Il comma 140 richiama espressamente il comma 137, ma non il comma 138, pertanto si ritiene che quest'ultimo non possa essere applicato. Inoltre, il regime fiscale dei fondi immobiliari è differente da quelle delle SIIQ, quindi in questo caso vengono meno le condizioni riguardanti quest'ultime, come la detenzione degli immobili per almeno un triennio.

---

<sup>93</sup> Art. 15, comma 4 del D.M. 174/2007

<sup>94</sup> Studio Tributario n. 98-2012/T della Commissione studi tributari del Consiglio Nazionale del Notariato *“Conferimento di immobili in società di investimento immobiliare (SIIQ e SIINQ) e fiscalità indiretta”*

### 1.3.3 I conferimenti effettuati dai Fondi Immobiliari

La riforma del regime SIIQ, avvenuta con D.L. 133/2014, ha introdotto la possibilità per i Fondi Immobiliari di conferire beni alle società che aderiscono al regime. I motivi principali di tale modifica sono stati: in primo luogo quello di favorire la diffusione dello strumento SIIQ sul mercato e secondo poi, quello di trovare una soluzione per gestire i Fondi Immobiliari prossimi alla scadenza contrattuale. In merito a tale seconda motivazione, il Legislatore ha voluto introdurre una soluzione alternativa alla proroga di durata dei fondi<sup>95</sup>, per ovviare al problema legato alla liquidazione degli stessi. Sono stati inseriti i commi 140bis, 140ter e 140quater all'art.1 della L. n. 296/2006 che disciplinano rispettivamente il concambio delle quote dei fondi con le azioni delle SIIQ e la complementarietà dei fondi immobiliari e delle SIIQ ai fini dell'imposizione indiretta.

In primo luogo, andremo ad analizzare le agevolazioni fiscali per gli investitori nel caso in cui ci sia la liquidazione del fondo e il conseguente conferimento in una SIIQ.

Secondo il nuovo comma 140bis, può essere effettuato un conferimento da parte di un fondo immobiliare, in sede di liquidazione totale o parziale, nei confronti di una SIIQ di nuova costituzione. In questo caso, ai quotisti verranno assegnate le azioni della SIIQ conferitaria quale concambio delle quote degli stessi. Qualora venga effettuata questa operazione tra il fondo immobiliare e la SIIQ di nuova costituzione, verrà applicato un regime fiscale agevolato per il quale:

- L'operazione di conferimento non comporta imposte sul reddito in capo al fondo, che diventa azionista della SIIQ;
- Per la SIIQ conferitaria, *“il valore di conferimento iscritto in bilancio costituisce valore fiscalmente riconosciuto”*<sup>96</sup>;
- L'operazione di concambio non costituisce realizzo ai fini delle imposte sul reddito, dato che viene attribuito alle azioni della SIIQ lo stesso valore delle quote del fondo immobiliare. Pertanto coloro che erano quotisti del Fondo, diventano azionisti della SIIQ.

Successivamente viene trattato il caso in cui il conferimento venga effettuato nei confronti di una società SIIQ già esistente. In questo caso, i vantaggi risiedono nel fatto in cui, qualora si dovessero superare le soglie stabilite dal TUF<sup>97</sup>, non vi è l'obbligo di lanciare l'OPA in capo

---

<sup>95</sup> Art. 22, comma 5bis del D.L. n. 91/2014 convertito in L. n. 116/2014 il 20 agosto 2014

<sup>96</sup> Art.20 del D.L. 133/2014

<sup>97</sup> Art. 106 del D. Lgs. 58/1998

al fondo conferente, *“a condizione che il fondo stesso provveda all’assegnazione delle azioni ai quotisti entro il termine di 30 giorni dall’acquisto<sup>98</sup>”*.

Infine, il comma 140ter stabilisce che, ai fini IVA, il trasferimento dal Fondo Immobiliare alla SIIQ, non rileva nella determinazione del pro-rata di detraibilità<sup>99</sup>.

Oltre alle agevolazioni per gli investitori, di cui abbiamo trattato pocanzi, la riforma introduce agevolazioni fiscali per i conferimenti di una pluralità di immobili prevalentemente locati, che vengono conferiti da parte di un fondo immobiliare nei confronti di una SIIQ.

Qualora il conferimento abbia ad oggetto una pluralità di immobili che siano prevalentemente locati<sup>100</sup>, si fa riferimento all’art.2, comma 3, lettera b) del D.P.R. n. 633/1972 analizzato in precedenza, per il quale c’è esclusione della tassazione ai fini IVA e il pagamento dell’imposta di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa.<sup>101</sup>

Prima della riforma, il conferimento di immobili in una SIIQ avrebbe dovuto scontare il pagamento dell’IVA, che varia dal 10 per cento al 22 per cento a seconda della tipologia di immobile; dell’imposta di registro, pari al 9 per cento per i conferimenti fuori campo IVA e infine dell’imposta ipotecaria e catastale, per un totale del 4 per cento. Mentre adesso, grazie all’intervento del Legislatore, l’operazione è fuori campo IVA, inoltre vi è il pagamento dell’imposta di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa, pari a €200/ognuna.

In ultimo, il comma 140quater, stabilisce che il regime previsto al comma 140ter, può essere applicato anche alle assegnazioni da un fondo immobiliare a una SIIQ, eseguite avendo come unico obiettivo la liquidazione del fondo stesso.

#### **1.4 Il regime fiscale dei soci**

Dopo aver trattato il regime fiscale delle SIIQ e quello relativo ai conferimenti nelle stesse, è necessario esporre il tema del regime fiscale in capo ai soci, e quali siano i vantaggi che quest’ultimi ottengono dalle agevolazioni previste dalla normativa. La nostra analisi si

---

<sup>98</sup> Art. 1, comma 140bis della L. 296/2006

<sup>99</sup>Chiomenti, Newsletter Real Estate and Tax, settembre 2014: *“In particolare, di regola, il trasferimento delle quote del fondo immobiliare (o delle azioni della SIIQ) sarebbe un’operazione esente da IVA. Come tale, l’operazione ridurrebbe il pro-rata di detraibilità (i.e. il diritto di detrazione dell’IVA in capo al soggetto cedente). Con le nuove regole introdotte dal Decreto, tali trasferimenti non rilevano ai fini del calcolo del prorata di detraibilità.”*

<sup>100</sup> Per le definizioni di “pluralità di immobili” e “prevalenza” vedi le note 90 e 91 e l’analisi a p. 31

<sup>101</sup> Art.1, comma 140ter della L. 299/2006

focalizzerà prima sui dividendi che vengono distribuiti dalle SIIQ ai soci e poi sulle plusvalenze derivanti dalla cessione delle partecipazioni.

#### 1.4.1 Il trattamento fiscale dei dividendi distribuiti dalle SIIQ

Affinché possa essere stabilito quale debba essere il trattamento fiscale dei dividendi, è necessario comprendere se quest'ultimi derivino dall'attività di locazione immobiliare e assimilate (gestione esente) oppure dalle altre attività facenti parte della gestione imponibile.

##### *Dividendi derivanti dalla gestione esente*

Nel caso in cui si parli di dividendi derivanti dalla gestione esente, il regime fiscale agevolato prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP, pari al 26 per cento.<sup>102</sup> Tale aliquota, nella normativa originaria, era prevista al 20 per cento, tuttavia gli innalzamenti delle aliquote finanziarie che hanno interessato l'ordinamento italiano<sup>103</sup>, hanno portato ad una modifica della stessa al 26 per cento. Come già precedentemente descritto<sup>104</sup>, l'unica eccezione è prevista per i contratti di locazione a canone convenzionato e per quelli relativi ad alloggi sociali, dove l'aliquota viene ridotta al 15 per cento.

Il comma 134, stabiliva originariamente che la ritenuta del 20 per cento (attualmente del 26 per cento), fosse applicata direttamente dalle SIIQ ai soggetti a cui venissero distribuiti i dividendi. Tuttavia la Legge Finanziaria 2008<sup>105</sup>, modifica tale comma, prevedendo che la ritenuta venga applicata da parte degli intermediari finanziari che gestiscono le azioni delle SIIQ. Il motivo di tale modifica è legato al fatto che la società non è in grado di stabilire quando deve essere applicata la ritenuta e se quest'ultima è a titolo d'acconto o a titolo d'imposta, essendo le azioni immesse in un sistema di gestione accentrato<sup>106</sup>. La ritenuta infatti deve essere applicata a titolo d'acconto, se il soggetto percipiente svolge attività d'impresa, mentre viene applicata a titolo d'imposta, se non rientra in tale categoria, e tale distinzione può essere effettuata solo dagli intermediari depositari che hanno la possibilità di identificare i titolari delle azioni e comprendere la categoria di appartenenza.

Per quanto riguarda le SIINQ invece, l'obbligo di versamento della ritenuta permane in capo alle stesse, per tutti i soggetti diversi dalle SIIQ. Il Legislatore, con la Legge Finanziaria

---

<sup>102</sup> Art.1, comma 134 della L. n. 296/2006

<sup>103</sup> D.L. n.138/2011 e D.L. n.66/2014

<sup>104</sup> P.22

<sup>105</sup> Art.1, comma 374 della L. n. 244/2007

<sup>106</sup> Circolare 8/E del 2008

2008, non ha modificato il periodo relativo alle SIINQ, in quanto quest'ultime non sono quotate, pertanto non è necessario l'intervento dell'intermediario.

Inoltre la Legge Finanziaria 2008 introduce il comma 134bis, che stabilisce: *“Ai fini dell'applicazione della ritenuta disciplinata dal comma 134 sugli utili distribuiti dalle SIIQ si applicano, in quanto compatibili le disposizioni di cui all'articolo 27-ter del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, e successive modificazioni, ad eccezione del comma 6”*.

Brevemente, l'art 27ter stabilisce il comportamento che gli intermediari finanziari devono avere qualora abbiano azioni in deposito. Quest'ultimi hanno l'obbligo di prelevare e versare la ritenuta, di effettuare le comunicazioni e di conservare la documentazione fino a decorrenza dei termini previsti. Al comma 8 del suddetto articolo, è previsto che per i soggetti non residenti venga nominato un rappresentante fiscale<sup>107</sup>, il quale ha il dovere di svolgere i compiti stabiliti dall'art 27ter stesso.

La norma prosegue, escludendo l'applicazione del comma 6, che tratta il caso in cui ricorrano le condizioni per l'applicazione della Direttiva c.d. “madre-figlia”<sup>108</sup>. Nel caso delle SIIQ, tale Direttiva non può essere applicata, in quanto esse non rientrano nella definizione di società figlia, che dovrebbe essere assoggettata ad un regime di tassazione ordinario senza poterne essere esentata. Le SIIQ invece, come sottolineato più volte in questo lavoro di tesi, sono soggette ad un regime di tassazione agevolato. La direttiva “madre-figlia” può tuttavia essere applicata ai dividendi derivanti dalla gestione imponibile, in quando per quest'ultimi è previsto un regime di tassazione ordinario. L'impossibilità di applicare la Direttiva, costituisce un ostacolo alla scelta delle SIIQ quale strumento innovativo per la gestione dei patrimoni immobiliari, tuttavia il D.L. n. 133/2014 ha ovviato a tali limitazioni introducendo

---

<sup>107</sup> Art.27ter, comma 8 del DPR n. 600/1973. *“Gli intermediari non residenti aderenti al sistema Monte Titoli e gli intermediari non residenti che aderiscono a sistemi esteri di deposito accentrato aderenti al sistema Monte Titoli nominano quale loro rappresentante fiscale in Italia una banca o una società di intermediazione mobiliare, residente nel territorio dello Stato, una stabile organizzazione in Italia di banche o di imprese di investimento non residenti, ovvero una società di gestione accentrata di strumenti finanziari autorizzata ai sensi dell'art. 80 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Il rappresentante fiscale risponde dell'adempimento dei propri compiti negli stessi termini e con le stesse responsabilità previste per i soggetti di cui al comma 2, residenti in Italia e provvede a:*

- a) versare l'imposta sostitutiva di cui al presente articolo;*
- b) effettuare le comunicazioni di cui all'articolo 7 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745;*
- c) conservare la documentazione prevista nei commi 4 e 6;*
- d) fornire, entro 15 giorni dalla richiesta dell'amministrazione finanziaria, ogni notizia o documento utile per comprovare il corretto assolvimento degli obblighi riguardanti l'imposta sostitutiva di cui al comma 1.”*

<sup>108</sup> Direttiva n. n. 435/90/CEE, che stabilisce l'esenzione per gli utili corrisposti dalla società “figlia” italiana alla società “madre”, secondo le definizioni della suddetta direttiva.

espressamente la possibilità di applicare le convenzioni contro la doppia imposizione, che andremo a trattare nel paragrafo successivo.<sup>109</sup>

Tornando alla ritenuta che deve essere applicata in capo ai soci, abbiamo accennato che questa possa essere a titolo di acconto o a titolo di imposta. L'applicazione della ritenuta a titolo di acconto è prevista per coloro che svolgono attività d'impresa. Lo stesso comma 134, identifica i soggetti esercenti attività d'impresa come *“a) imprenditori individuali, se le partecipazioni sono relative all'impresa commerciale; b) società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate, società ed enti indicati nelle lettere a) e b) del comma 1 dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e stabili organizzazioni nel territorio dello Stato delle società e degli enti di cui alla lettera d) del predetto articolo 73, comma 1”*. In questo caso, la ritenuta è considerata solo come un acconto relativo all'imposta dovuta secondo la dichiarazione dei redditi della società.

In tutti i casi che non rientrano nella definizione di cui sopra, la ritenuta è versata a titolo d'imposta, pertanto non dovranno essere effettuati ulteriori versamenti ai fini delle imposte sui redditi.

La ritenuta poi, non viene applicata:

- Sui dividendi che vengono distribuiti ad altre SIIQ, o dalle SIINQ alle SIIQ;
- Sugli utili corrisposti alle forme di previdenza complementare ai sensi del D.Lgs. n.252/2005;
- Sugli utili corrisposti agli OICR, come ad esempio i Fondi Immobiliari o le SICAV;
- Sugli utili corrisposti relativi a gestioni individuali di portafoglio ex art. 7, D.Lgs. 461/1997.<sup>110</sup>

#### *Dividendi derivanti dalla gestione imponibile*

Per quanto riguarda i dividendi derivanti dalla gestione imponibile si applica il regime di tassazione ordinario come previsto dal TUIR. Innanzitutto è necessario classificare il soggetto passivo come soggetto IRES o come soggetto IRPEF.

Per i soggetti IRES<sup>111</sup>, la normativa prevede l'esclusione da tassazione del 95 per cento dei dividendi, in quanto si applica il regime della *“participation exemption”*. Tale regime è stato

---

<sup>109</sup> Paragrafo 1.5 “I rapporti internazionali: il tema della doppia imposizione”

<sup>110</sup> Art.1, comma 134 della L. 296/2006

<sup>111</sup> Art.73 del TUIR

introdotto dal Legislatore a partire dal 1° gennaio 2004, al fine di evitare la doppia imposizione e coordinare la tassazione del reddito delle società con la tassazione dei soci.<sup>112</sup>

Per i soggetti IRPEF<sup>113</sup>, la normativa distingue due casi: il primo relativo a dividendi derivanti da partecipazioni qualificate<sup>114</sup>, il secondo relativo a dividendi derivanti da partecipazioni non qualificate. Si ricorda che una partecipazione si considera qualificata quando si possiede una percentuale di voto superiore al 2 per cento oppure una percentuale di partecipazione al patrimonio superiore al 5 per cento, qualora lo strumento sia quotato sul mercato. Nel caso in cui lo strumento non sia quotato, le percentuali sono rispettivamente: il 20 per cento per il diritto di voto e il 25 per cento per la partecipazione al patrimonio.

Ritornando alla tassazione per i soggetti IRPEF, nel primo caso i dividendi concorrono a formare reddito in misura pari al 49,72 per cento, pertanto vi è un'esenzione pari al 50,28 per cento, sempre al fine di evitare la doppia imposizione; mentre nel secondo caso i dividendi concorrono per intero alla formazione del reddito e viene applicata una ritenuta pari al 26 per cento.

#### 1.4.2 Il trattamento fiscale delle plusvalenze

Oltre al trattamento fiscale dei dividendi che vengono percepiti dai soci delle SIIQ, la normativa si occupa anche del caso in cui dovessero emergere delle plusvalenze dalla cessione delle partecipazioni delle SIIQ.

Il comma 135 si occupa di tale trattamento, in particolare stabilisce che non è previsto nessun regime di esenzione per eventuali plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni. La norma fa riferimento agli articoli 58, 68 e 87 del TUIR, che dispongono in merito alla *participation exemption* e alla tassazione al 49,72 per cento delle plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate. Data la mancanza di un regime di esenzione per le plusvalenze, si ritiene<sup>115</sup> che non venga applicato neanche il regime di indeducibilità delle minusvalenze<sup>116</sup>. Pertanto sia le plusvalenze che le minusvalenze, derivanti da cessione di partecipazioni in SIIQ, concorrono alla formazione del reddito imponibile sia ai fini IRES che IRPEF.

---

<sup>112</sup> Tesauro F., "Istituzioni di diritto tributario 2 – parte speciale", UTET, 2012, p. 117-118

<sup>113</sup> Art. 2 del TUIR

<sup>114</sup> Art. 67, comma 1, lettera c) del TUIR.

<sup>115</sup> Circolare 8/E del 2008

<sup>116</sup> L' art.101 del TUIR, stabilisce che in alcuni casi specifici, in cui rientra anche quella sopra esposto, le minusvalenze sono deducibili.

L'articolo 14 del D.M. 174/2007 opera alcune precisazioni in merito alle partecipazioni detenute in regime d'impresa, dato che come precedentemente accennato, non è applicabile il regime della *participation exemption*.

Il comma 1 del suddetto articolo stabilisce che “*il costo fiscale delle partecipazioni, si considera incrementato della parte di utili corrispondente alla gestione imponibile della partecipata e decrementato della parte di tali utili effettivamente distribuita*” L'obiettivo della norma è quello di rendere coerente l'esclusione dal regime di esenzione, non solo nel caso in cui la società svolga attività facenti parte della gestione esente, ma anche quando si tratti di attività relative a quella imponibile. Tale norma aveva un ruolo centrale prima della riforma, in quanto tiene in considerazione le attività della gestione imponibile, tuttavia con la riforma le attività facenti parte di tale categoria<sup>117</sup> sono ormai considerate residuali, pertanto ancora una volta è necessario attendere l'adeguamento delle disposizioni attuative al D.L. 133/2014<sup>118</sup>. Seguendo la *ratio* della norma, il costo fiscale della partecipazione va incrementato anche del valore delle riserve di utili risultanti dai bilanci precedenti all'entrata nel regime SIIQ e diminuito dall'eventuale distribuzione di tali riserve di utili.<sup>119</sup>

Il comma 2 considera il caso in cui ci siano plusvalenze derivanti dal realizzo a *fair value* degli immobili o dei diritti reali su immobili al momento dell'ingresso della società nel regime SIIQ. In questo caso “*il costo fiscale di dette partecipazioni si considera proporzionalmente incrementato dell'importo delle plusvalenze al netto delle minusvalenze assoggettato a imposta d'ingresso sostitutiva presso la partecipata ovvero incluso nel reddito d'impresa di questa*”.

Il Legislatore con tali previsioni normative ha cercato di ridurre gli effetti negativi derivanti dall'impossibilità di applicare i regimi di esenzione delle plusvalenze, in particolar modo quello della *participation exemption*.

Per quanto riguarda le partecipazioni detenute al di fuori del regime d'impresa, anche in questo caso bisogna distinguere tra partecipazione qualificata e non qualificata. Nel caso in cui la partecipazione sia qualificata, così come stabilito dall'articolo 67 del TUIR, la plusvalenza concorre alla formazione del reddito imponibile per intero. Pertanto in questo caso non viene applicato il regime di esenzione per il quale la plusvalenza concorre a formare reddito solamente per il 49,78 per cento dell'ammontare complessivo. Per quanto riguarda le

---

<sup>117</sup> Per le attività relative alla gestione esente e a quella imponibile si rimanda a P.10

<sup>118</sup> Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.186

<sup>119</sup> Circolare 8/E del 2008

partecipazioni non qualificate, così come per i dividendi, le plusvalenze sono soggette al regime ordinario, con l'applicazione di una ritenuta pari al 26 per cento<sup>120</sup>.

In riferimento alle partecipazioni detenute al di fuori del regime d'impresa, il comma 3 del sopracitato articolo 14, stabilisce che qualora le disposizioni ai commi 1 e 2 siano compatibili a tali partecipazioni, possono essere applicate, anche se le partecipazioni sono detenute al di fuori del regime d'impresa. In questo caso, tale precisazione viene effettuata per evitare fenomeni di doppia imposizione.

## **1.5 I rapporti internazionali: il tema della doppia imposizione**

Per completare il quadro normativo, è necessario dare alcuni brevi cenni in relazione al tema della doppia imposizione, in quanto la mancanza di una norma *ad hoc* che richiamasse le Convenzioni per evitare le doppie imposizioni prima della Riforma del 2014, aveva portato a non poche problematiche relativamente alla tassazione in capo a quei soggetti che avessero i requisiti per essere tassati in più Paesi.

Innanzitutto, le Convenzioni Internazionali sono Accordi bilaterali che vengono stipulati tra due Paesi, al fine di evitare che ci sia doppia imposizione sul reddito o sul patrimonio, o anche elusione ed evasione fiscale. L'Italia ha stipulato numerosi Accordi, al fine di ridurre il problema della doppia imposizione, dovuto prevalentemente al fatto che entrambi i Paesi vantano il diritto di tassare lo stesso soggetto, presupposto o fatto economico. Gli Accordi hanno come obiettivo quello di disciplinare come debba essere diviso il potere impositivo tra i due Paesi, stabilendo che ci sia la tassazione solamente da parte di uno di essi oppure da entrambi secondo disposizioni specifiche.

Il principio generale che viene stabilito dal modello di Convenzione OCSE<sup>121</sup> per evitare la doppia imposizione è quello di tassazione definitiva nel Paese di residenza del beneficiario. Tale tassazione definitiva, comporta una limitazione totale o parziale della tassazione nello Stato della fonte.

Il soggetto deve qualificarsi come residente in uno dei due Paesi. Per quanto riguarda la definizione di residenza, si fa riferimento prima a quella stabilita dalle norme interne dei Paesi contraenti<sup>122</sup> e in caso di conflitto tra le stesse a quella individuata dalla convenzione

---

<sup>120</sup> Art.5, comma 2 del D.Lgs. n. 461/1997

<sup>121</sup> *OECD Model Tax Convention on Income and Capital*, luglio 2010

<sup>122</sup> Per quanto riguarda l'Italia si fa riferimento all'articolo 73, comma 3 del TUIR.

OCSE<sup>123</sup>. L'art.4, comma 1, del Modello di Convenzione predisposto dall'OCSE stabilisce i criteri da applicare, qualora si verifichi un caso di doppia residenza. Per quanto riguarda le persone fisiche, tali criteri devono essere applicati secondo un ordine di priorità, per il quale abbiamo:

- Criterio dell'abitazione permanente;
- Criterio del centro di interessi vitali;
- Criterio della dimora abituale;
- Criterio della nazionalità.

Per le società il criterio è unico: quello della sede della direzione effettiva della società.

Il commentario dell'art. 4 del Modello di Convenzione OCSE, indica che un soggetto è residente, qualora esso “*sia assoggettato ad imposta*”. Per questo motivo, coloro che sono soggetti esenti dalle imposte sui redditi, non vengono ricompresi nella categoria dei residenti. Proprio a tal proposito emerge la questione relativa alle società che adottano il regime SIIQ, infatti quest'ultime sono soggetti esenti per quanto riguarda la attività relative alla gestione esente, mentre sono soggette al regime di tassazione ordinario ai fini IRES e IRPEF per le attività riconducibili alla gestione imponibile. Dato che una parte delle attività è sottoposta a tassazione ordinaria, si è ritenuto negli anni che alle SIIQ potesse essere applicata la normativa relativa alle doppie imposizioni. Inoltre si riteneva che i soci delle SIIQ non residenti in Italia avessero il diritto di beneficiare di tale normativa, pertanto era d'obbligo applicarla anche alle società medesime.<sup>124</sup>

A risolvere tale dubbio è intervenuto il D.L. 133/2014 che ha modificato l'articolo 1, comma 134 della L. n. 296/2006, introducendo il seguente periodo: “*Per le distribuzioni eseguite nei confronti di soggetti non residenti si applicano, sussistendone i presupposti, le convenzioni per evitare la doppia imposizione sul reddito e a tal fine si applica l'articolo 7, comma 3-bis, del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n.410*”. L'obiettivo del Legislatore è stato quello di uniformare la normativa delle SIIQ, in materia di doppia imposizione, a quella dei Fondi Immobiliari, di modo da non discriminare l'utilizzo di uno strumento piuttosto che di un altro e dare la possibilità agli investitori esteri di scegliere liberamente, e non in relazione ad una normativa che favorisce le une piuttosto che gli altri.

---

<sup>123</sup> La Convenzione OCSE è stabilita dall'Organizzazione OCSE e predispone un modello contro la doppia imposizione che può essere adottato dai Paesi che aderiscono all'organizzazione, tra cui vi è anche l'Italia.

<sup>124</sup> Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.188

I casi in cui potrebbe verificarsi il problema della doppia imposizione sono prevalentemente quello di una SIIQ che acquista un immobile situato all'estero oppure una partecipazione in una società immobiliare estera. Nel primo caso, non vi sono difficoltà in quanto *ex lege* la tassazione viene effettuata secondo la normativa del Paese in cui l'immobile è situato; nel secondo caso invece sussistono i vantaggi esposti sopra, con riguardo all'attrattiva degli investimenti per gli investitori.

Tuttavia la riforma della normativa non ha ovviato al problema relativo agli investitori che decidano di avviare un'attività immobiliare mediante una stabile organizzazione in Italia. In questo caso viene applicata un'imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP con aliquota pari al 20 per cento, a partire dal primo periodo d'imposta in cui la società dovrebbe aderire al regime speciale, anziché con aliquota pari al 26 per cento ma in fase di distribuzione. Tale imposta sostitutiva non è equiparabile a quella prevista dal regime per le società con residenza in Italia, questo comporta una problematica in materia di fiscalità internazionale che dovrà essere risolta per equiparare totalmente le SIIQ ai corrispondenti strumenti regolamentati in altri Paesi Europei.

#### 1.5.1 Investimento immobiliare transnazionale indiretto mediante una SIIQ

Un investitore estero, potrebbe decidere di investire nel patrimonio immobiliare italiano attraverso una SIIQ. Vediamo in questo caso quale debba essere il trattamento dei dividendi e delle eventuali plusvalenze derivanti dalla cessione della partecipazione. Innanzitutto va chiarito che il soggetto estero effettua un investimento indiretto, cioè attraverso una società o ente commerciale, acquistando le azioni di una SIIQ italiana.

Per quanto riguarda i dividendi distribuiti dalla SIIQ, sappiamo che qualora l'investitore sia un soggetto residente in Italia<sup>125</sup>, la normativa prevede due diversi trattamenti a seconda che si tratti della gestione esente o di quella imponibile. Nel primo caso viene applicata una ritenuta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP del 26 per cento a titolo di imposta o di acconto, mentre nel secondo caso si rimanda all'applicazione del regime ordinario previsto dal TUIR<sup>126</sup>. Nel caso in cui invece, l'investitore sia un soggetto non residente in Italia e privo di stabile organizzazione<sup>127</sup>, viene applicata una ritenuta alla fonte pari al 26 per cento, sia che si tratti di utili derivanti dalla gestione esente, che da quella imponibile.

---

<sup>125</sup> Per l'analisi della normativa sulla distribuzione dei dividendi si rimanda a p. 34

<sup>126</sup> Art. 1, comma 134-134bis della L. 296/2006.

<sup>127</sup> In caso di stabile organizzazione, vi è l'applicazione della ritenuta del 20 per cento, così come esposto a p.41

Tuttavia per quanto riguarda i dividendi derivanti dalla gestione imponibile è possibile usufruire di regime alternativi all'applicazione della ritenuta del 26 per cento:

- Applicazione della ritenuta alla fonte ridotta, pari all'1,375 per cento, nel caso in cui la società non residente in Italia sia già soggetta ad un'imposta sui redditi<sup>128</sup> e sia residente all'interno dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico;
- Applicazione della Direttiva “madre-figlia” e relativa esenzione da ritenuta<sup>129</sup>, qualora sussistano i requisiti dell'applicazione della stessa<sup>130</sup>;
- Applicazione delle Convenzioni bilaterali che sussistono tra l'Italia e il Paese di residenza del soggetto estero.

Per i dividendi derivanti dalla gestione esente invece, non è prevista la possibilità di applicare la “direttiva madre-figlia”, tuttavia, ai sensi del sopracitato comma 134, è possibile applicare le Convenzioni al fine di evitare doppie imposizioni.

Infine, sia per i dividendi derivanti dalla gestione esente che da quella imponibile, non è possibile applicare la normativa relativa alla distribuzione dei dividendi ad investitori istituzionali esteri, come invece è previsto per i Fondi immobiliari<sup>131</sup>.

Per quanto riguarda le disposizioni del Modello di Convenzione OCSE, quest'ultime non contengono informazioni puntuali in merito al trattamento dei dividendi delle SIIQ, pertanto si applica l'art. 10 del suddetto Modello, relativo al trattamento dei dividendi, per il quale è prevista la possibilità di tassare il soggetto sia nel Paese di residenza che in quello della Fonte, applicando ritenute ridotte.

Qualora l'investitore residente all'estero dovesse realizzare delle plusvalenze dalla cessione della propria partecipazione, la normativa deve essere analizzata distinguendo due casi: quello in cui il soggetto estero abbiamo una partecipazione qualificata e non qualificata<sup>132</sup>.

Se la partecipazione del soggetto è una partecipazione qualificata, le eventuali plusvalenze derivanti dalla cessione di tale partecipazione, concorre integralmente alla formazione del reddito imponibile e viene applicata l'aliquota ordinaria del 27,5 per cento prevista dalla normativa in materia di IRES<sup>133</sup>.

---

<sup>128</sup> Art.27, comma 3ter del DPR 600/1973

<sup>129</sup> Art. 27bis del DPR 600/1973

<sup>130</sup> Per l'applicazione della Direttiva “madre-figlia” alle SIIQ, si veda p. 36

<sup>131</sup> Art. 7, comma 3 del D.L. n.351/2001

<sup>132</sup> Art.67, comma 1, lettere c) e cbis) del TUIR

<sup>133</sup> Art.1, comma 135 della L. n. 296/2006

Se la partecipazione non è qualificata invece, le plusvalenze derivanti dalla cessione della partecipazione non concorrono alla formazione del reddito, in quanto quest'ultime non sono imponibili in Italia<sup>134</sup>.

Per quanto riguarda le disposizioni del Modello di Convenzione OCSE in materia di plusvalenze, è possibile applicare l'art 13 del suddetto Modello, per il quale è possibile tassare la plusvalenza sia nel Paese in cui è situato il bene, sia nel Paese di Residenza del soggetto estero, tuttavia è necessario applicare le norme per evitare la doppia imposizione.

## **1.6 Analisi critica del Regime SIIQ ed effetti della Riforma**

Nel primo capitolo di questo lavoro di tesi abbiamo analizzato la normativa civilistica e fiscale relativa alle società che decidono di aderire al regime speciale SIIQ. La nostra analisi si è focalizzata prima sui requisiti necessari per aderire al regime e poi sul regime fiscale agevolato che viene applicato alla Società, ai conferimenti e ai soci. Infine è parso necessario dare alcuni cenni sulla normativa fiscale internazionale e sul problema della doppia imposizione. Prevalentemente la nostra analisi è stata condotta confrontando la normativa originaria con le modifiche che sono state apportate negli anni alle varie disposizioni, al fine di ovviare alle problematiche che emergevano dall'utilizzo dello strumento. Abbiamo visto come la Riforma che abbia avuto maggiore impatto sia stata quella apportata dal D.L. 133/2014, che è andata a modificare la L. 296/2006, mentre le disposizioni attuative contenute nel D.M. 174/2007 non sono ancora state aggiornate alla luce della Riforma del 2014.

In questo ultimo paragrafo ci focalizzeremo esclusivamente sulla sintesi delle criticità che sono emerse durante l'analisi della normativa e sono state, totalmente o parzialmente, eliminate dalla Riforma e su quali siano i principali effetti della stessa, di modo da poter avere una visione di insieme dopo l'analisi del quadro normativo, che potrà esserci utile anche successivamente.

### **1.6.1 Il requisito del controllo**

Il requisito del controllo, relativo alla percentuale di diritto agli utili e diritto di voto da poter possedere al fine di poter usufruire del regime fiscale agevolato, è stato innalzato dal 51 al 60

---

<sup>134</sup> Art.23, comma 1, lettera f) del TUIR

per cento<sup>135</sup>. Le ragioni di tale modifica possono rinvenirsi principalmente nel fatto che la figura del socio di maggioranza è una figura preponderante in Italia, pertanto qualora il soggetto avesse voluto aderire al regime SIIQ, probabilmente avrebbe dovuto ridurre la propria partecipazione al fine di poter rispettare un limite così stringente. Il Legislatore ha ritenuto opportuno adeguare tale requisito a quelli stabiliti dagli strumenti simili alle SIIQ presenti in Europa, di modo da rendere lo strumento più flessibile e di conseguenza sperare in una maggiore diffusione sul mercato. Il problema è di maggiore rilevanza quando si tratta di società preesistenti che devono adeguarsi alle limitazioni, infatti è auspicabile che, avendo reso tale limite meno stringente, vedremo nuove società emergere sul mercato italiano<sup>136</sup>, nonostante i problemi legati ai mercati finanziari.

Inoltre, va sottolineato che la normativa dei Fondi Immobiliari non prevede alcuna limitazione in relazione all'assetto proprietario, quindi tale modifica viene vista anche in un'ottica di avvicinamento della disciplina delle SIIQ a quella dei Fondi Immobiliari<sup>137</sup>.

Il Legislatore ha cercato di bilanciare gli effetti positivi e negativi derivanti dal frazionamento del capitale sul mercato, prevedendo una soglia più elevata. Infatti il frazionamento del capitale, da un lato comporta il conseguente frazionamento del debito tra i soggetti, che viene sicuramente considerato come un effetto positivo; mentre dall'altro implica un minor peso nelle decisioni da parte di coloro che hanno la maggioranza dei diritti di voto e di partecipazione all'utile, e tale depotenziamento può comportare alcuni problemi alle società in cui sono presenti tensioni interne.

Infine, in merito alla questione del controllo, è necessario confrontare le soglie stabilite dal Legislatore in materia di SIIQ, con quelle stabilite in caso di OPA<sup>138</sup>. La disciplina del TUF prevede che *“Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”*<sup>139</sup>. Tale soglia del 30 per cento si pone in contrasto con quella del 60 per cento stabilita dal Legislatore, e tale differenza appare maggiormente rilevante dopo la Riforma che ha innalzato la soglia in

---

<sup>135</sup> Art.1, comma 119 della L. n. 296/2006

<sup>136</sup> Dezza P., *Le Siiq in coda per debuttare da settembre*, 21 luglio 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>137</sup> Assogestioni, *Sono cinque i punti critici nella disciplina delle SIIQ*, da ItaliaOggi, 7 febbraio 2007, pag. 11.

<sup>138</sup> Art. 105-112 TUF

<sup>139</sup> Art. 106, comma 1, TUF

materia di SIIQ. Il problema è legato al fatto che, qualora si superi la soglia del 30 per cento, è obbligatorio lanciare l'OPA sul mercato, di conseguenza è possibile che si acquisirà una partecipazione superiore alla soglia del 60 per cento stabilita dalla normativa SIIQ, pertanto dovrà essere effettuata un'ulteriore riduzione della stessa affinché vengano rispettati i limiti imposti *ex lege*.<sup>140</sup> Tale contrasto potrebbe avere come conseguenza la scelta di uno strumento alternativo a quello delle SIIQ, tuttavia tale problema risulta essere relativo rispetto a quelli legati alla rigidità dello strumento, pertanto si ritiene che la modifica del Legislatore avrà effetti positivi in relazione alla diffusione delle SIIQ sul mercato, nonostante le differenti soglie da applicare in caso di adesione al regime e di OPA.

#### 1.6.2 I requisiti del flottante e della distribuzione degli utili

Il requisito del flottante e l'obbligo di distribuzione degli utili, analogamente a quello del controllo, sono stati anch'essi modificati dalla Riforma del 2014. In particolare si ricorda che il requisito del flottante<sup>141</sup> stabilisce il rispetto di una soglia pari al 25 per cento, dove ogni investitore può possedere massimo il 2 per cento delle azioni, esclusivamente al momento dell'opzione. Inoltre viene chiarito che tale soglia dovrà essere rispettata solo dalle SIIQ di nuova formazione. Con la nuova formula del requisito del flottante vengono meno tutte le criticità iniziali legate allo strumento, eliminando le limitazioni che erano state poste al libero scambio sul mercato dalla normativa previgente. In realtà il Legislatore aveva avviato a una parte delle problematiche già con la Legge Finanziaria 2008<sup>142</sup>, il D.L. 133/2014 ha solo terminato il lavoro, diminuendo la soglia e prevedendo la possibilità di non applicare il requisito in caso di società che sono già quotate sul mercato<sup>143</sup>. Quest'ultima novità è di fondamentale importanza, in relazione alla possibilità che alcune società preesistenti siano invogliate a valutare la possibilità di aderire al regime SIIQ come strumento per realizzare i propri obiettivi.

Per quanto riguarda l'obbligo di distribuzione degli utili la Riforma ha diminuito da soglia dall'85 per cento al 70 per cento. Questa è sicuramente una delle innovazioni cardini della Riforma, in quanto la distribuzione dell'85 per cento era uno dei fattori più limitanti all'utilizzo dello strumento. La *ratio* della norma originaria era sicuramente quella di garantire

---

<sup>140</sup> Tale problema viene affrontato in Casertano G., *Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento*, CEDAM, 2011, p. 282.

<sup>141</sup> Art.1, comma 119 della L. n. 296/2006

<sup>142</sup> Per l'analisi della Legge Finanziaria 2008 in relazione al requisito del controllo si rimanda a p. 7

<sup>143</sup> Art. 20 del D.L. 133/2014

la tassazione degli utili e per farlo era necessario obbligare la società a distribuirli, tuttavia ciò comportava poca liquidità della società e conseguente mancanza di strategie di reinvestimento in attività diverse da quella di locazione immobiliare. Pertanto tutte quelle società che avessero voluto sviluppare servizi accessori all'attività di locazione immobiliare, non avrebbero preso in considerazione l'idea di aderire al regime SIIQ. A tal proposito Alessio Iotti, analista finanziario di Alice Real Estate, ha definito come segue il limite dell'85 per cento: *“la gestione della tesoreria è sicuramente più appesantita rispetto al profilo reddituale aziendale e non in grado di supportare gli obblighi di distribuzione previsti dal regime SIIQ, a meno che, le acquisizioni immobiliari siano realizzate con livelli di leva finanziaria infimi o nulli, uno scenario da escludersi nel contesto immobiliare, in cui l'immobile rappresenta l'asset per eccellenza sul quale innescare un processo di leva finanziaria. Semplificando, si potrebbe asserire che al potenziale risultato economico positivo derivante dall'ordinaria gestione aziendale si associa una dinamica finanziaria in evidente tensione a causa degli obblighi di rimborso del capitale prestato, non in grado di sostenere vincoli di distribuzione dei proventi così stringenti”*<sup>144</sup>

Con la diminuzione del limite dall'85 al 70 per cento, si garantisce maggiore liquidità alla società, che può valutare di effettuare più investimenti nelle attività non *core* e diversificare il proprio portafoglio di attività e ricorrere in misura minore all'indebitamento finanziario. Inoltre avendo a disposizione il 30 per cento degli utili derivanti dalla gestione esente, le SIIQ potrebbero anche decidere di fornire servizi che vadano ad integrare l'attività principale, come ad esempio servizi di consulenza legale, relativi agli immobili da locare, o di ristrutturazione degli stessi.

### 1.6.3 Gli obblighi temporali

Secondo la normativa originaria era necessario che tutti i requisiti stabiliti dall'articolo 1, comma 119 e seguenti della L. n. 296/2006 fossero rispettati a partire dal primo periodo d'imposta, nel quale il soggetto che esercita l'opzione intende avvalersi del regime. Ciò comportava la mancanza di un *grace period* per fare in modo che la società avesse il tempo necessario per potersi adeguare ai requisiti previsti. Diretta conseguenza di tale previsione era il fatto che sarebbero state in grado di aderire al regime esclusivamente quelle società caratterizzate da una forte solidità patrimoniale e reddituale, mentre venivano ancora una volta penalizzate potenziali nuove società o società in fase di *start up*, in quanto avrebbero

---

<sup>144</sup> Iotti A., *Perché non realizzare operazioni immobiliari con una SIIQ?*, in [www.professionefinanza.com](http://www.professionefinanza.com), articolo del 28 settembre 2010.

avuto molte più difficoltà ad adattarsi in così poco tempo a tutti i requisiti previsti dalla normativa. Inoltre venivano favorite le società che svolgevano prevalentemente attività di locazione immobiliare, mentre erano scoraggiate tutte quelle società che per aderire al regime avrebbero dovuto porre in essere una serie di cambiamenti strategici.

La Riforma, come analizzato nell'evoluzione normativa nei paragrafi precedenti, si occupa anche dell'introduzione del *grace period* con il nuovo comma 119bis<sup>145</sup>, in particolare viene stabilito un *grace period* di un anno per il requisito del flottante e di tre anni per quello del controllo. Inoltre è stato modificato il comma 122 che introduce un *grace period* per la verifica dell'*asset test* e del *profit test*, non più pari a due anni bensì a tre.

Tali modifiche, per i cui particolari si rinvia ai paragrafi relativi all'analisi normativa, hanno portato a rendere la disciplina maggiormente elastica, fornendo anche alle società che non vertono in condizioni di perfetta solidità, la possibilità di poter rispettare i requisiti del regime.

#### 1.6.4 La vigilanza

L'ultima criticità che merita di essere ulteriormente approfondita è quella inerente il tema della vigilanza. Come abbiamo analizzato precedentemente, in un primo momento il D.M. 174/2007 aveva stabilito che gli organismi che avessero dovuto vigilare sul comportamento delle SIIQ sarebbero dovuti essere la Consob e la Banca d'Italia<sup>146</sup>, la prima in relazione al fatto che le società fossero quotate sul mercato e la seconda in quanto le SIIQ venivano ricomprese negli OICR. L'assoggettamento a due diverse autorità di vigilanza, comportava due principali conseguenze: la prima legata al fatto che la società fosse obbligata a sottostare agli obblighi di vigilanza stabiliti sia dalla Consob che dalla Banca d'Italia; l'altra data dal fatto che le SIIQ fossero ricomprese negli OICR, nonostante la sua attività principale fosse quella di investimento immobiliare e non di gestione del risparmio.

In questa sede si ricorda anche che i requisiti di *governance* statuari invece, non sono disciplinati dalle autorità di vigilanza, bensì vengono previsti nello statuto delle singole società. Tale previsione comporta che le SIIQ possano prendere una serie di decisioni in completa autonomia a differenza dei Fondi Immobiliari, che in tale senso devono sottostare ad una normativa più stringente.

Anche questa questione è stata affrontata dal D.L. 133/2014 con l'introduzione del comma 119ter<sup>147</sup>, dove viene specificato che le SIIQ non costituiscono OICR. Pertanto le SIIQ non

---

<sup>145</sup> Per l'analisi del comma 119bis vedi p. 9

<sup>146</sup> Art.1, comma 141 della L. n. 296/2006

<sup>147</sup> Per l'analisi del comma 119ter vedi p. 9

sono più soggette alla vigilanza di Banca d'Italia, ma solo della Consob in quanto società quotate sui mercati regolamentati. Il motivo principale che ha spinto il Legislatore a modificare la normativa potrebbe essere legato alla volontà di voler dare dei chiarimenti agli investitori esteri in merito alla natura dello strumento, in quanto l'assoggettamento a due autorità di vigilanza comportava la nascita di perplessità in relazione a quale fosse l'attività principale svolta dalle società<sup>148</sup>.

Per concludere, l'introduzione del comma 119ter non solo comporta l'eliminazione delle criticità legate alla normativa originaria, ma avvicina la normativa delle SIIQ italiane a quella dei *Reits* europei, favorendo l'armonizzazione e di conseguenza gli investimenti di soggetti esteri nel settore immobiliare italiano.

---

<sup>148</sup> Dopo tale modifica viene sottolineato che l'attività prevalente delle SIIQ è legata ad una politica industriale e commerciale e non ad un'ottica esclusivamente finanziaria. In merito a tale tema si veda la nota n.30, pag.9.

## Capitolo 2: i principali strumenti nel mercato internazionale ed italiano

Nell'analisi svolta nel primo capitolo di questo lavoro di tesi abbiamo analizzato le caratteristiche delle SIIQ, così come definite dal Legislatore nella Legge Finanziaria 2007 e nelle successive modifiche. Abbiamo focalizzato la nostra attenzione sullo strumento in quanto tale e su una dettagliata analisi di tutti i requisiti necessari per accedere al regime, sottolineando le criticità emerse dall'utilizzo dello stesso e come si è ovviato alle varie problematiche che si sono presentate. Tuttavia il mercato immobiliare è costituito da una pluralità di strumenti, che ci pare opportuno quantomeno analizzare in via generale di modo da poter comprendere le principali caratteristiche del contesto all'interno del quale le SIIQ devono operare.

Come più volte ripetuto, il Legislatore al fine di introdurre le SIIQ nel nostro ordinamento, si è ispirato alle normative di altri Paesi in cui erano stati introdotti strumenti più o meno analoghi. La nostra analisi si focalizzerà in primo luogo sui principali strumenti a livello internazionale, di modo da poter cogliere gli aspetti che hanno condizionato o meno la normativa nel nostro ordinamento. In particolare andremo ad analizzare i *Reits* statunitensi, che sono stati introdotti negli *Usa* nel 1960<sup>1</sup> e quindi rappresentano il primo strumento all'interno di tale categoria; le SIIC francesi, in quanto la normativa italiana fa riferimento in particolar modo a quella francese, e infine i G-Reits introdotti in Germania, che al pari delle SIIQ italiane, non hanno avuto il successo sperato.

Secondo poi, andremo ad analizzare lo scenario immobiliare nazionale, di modo da comprendere come si collocano le SIIQ all'interno del nostro ordinamento, soprattutto in relazione ai rapporti che quest'ultime hanno con i Fondi Immobiliari e le SICAF, che sono i principali strumenti per la realizzazione degli investimenti immobiliari indiretti. Tale analisi è necessaria in quanto la riforma ha comportato delle modifiche alla luce delle quali dovrebbe esserci una maggiore integrazione tra i vari strumenti al fine di garantire la flessibilità richiesta dagli investitori.

Il nostro obiettivo è quello di comprendere quali saranno le conseguenze dell'introduzione di tali *best practises* all'interno del nostro ordinamento, e se il veicolo SIIQ avrà lo sviluppo

---

<sup>1</sup> La disciplina dei REIT viene introdotta con la *Cigar Excise Tax Extension* il 14 settembre 1960.

economico sperato al pari degli altri strumenti presenti sul mercato, cercando di contestualizzare la normativa analizzata in precedenza.

## **2.1 Analisi comparativa: il contesto internazionale**

Prima di soffermarci sull'analisi dei *Reits* americani, delle SIIC francesi e dei *G-Reits* tedeschi, è utile osservare la situazione presente nel contesto internazionale generale.

I *Reits* hanno avuto un notevole sviluppo nel mondo negli ultimi decenni, attualmente circa 23 Paesi adottano tale tipologia di strumento per effettuare i propri investimenti immobiliari e il 70 per cento delle società immobiliari quotate aderisce a tale regime<sup>2</sup>. Le ragioni che hanno favorito la crescita dell'utilizzo di tale veicolo societario sono legate al fatto che vengono considerati strumenti utili da parte degli investitori poiché danno la possibilità di investire assicurando un'elevata diversificazione, che non si avrebbe qualora venisse effettuato un investimento immobiliare diretto, e soprattutto una maggiore liquidità, che impatta sull'attrattiva dello strumento stesso.<sup>3</sup> Essi nascono dall'esigenza degli investitori di introdurre veicoli specializzati che aumentano la trasparenza nel settore immobiliare e garantiscono un ritorno simile a quello che si avrebbe effettuando un investimento diretto, senza però dover sostenere l'onere di acquisto e gestione degli immobili. Inoltre gli investitori sono generalmente avversi al rischio, pertanto attraverso i *Reits*, si assumono rischi più bassi e rendimenti stabili, a fronte di un'inflazione contenuta nella maggior parte delle realtà economiche mondiali.<sup>4</sup> Il principale problema legato ai *Reits* è quello dei requisiti per poter accedere al regime e usufruire del regime fiscale agevolato, che la maggior parte delle volte comporta una rigidità dello strumento che scoraggia gli investitori, per questo motivo negli ultimi anni abbiamo assistito a una serie di modifiche atte ad eliminare tale problematica e garantire maggiore flessibilità.

Lo strumento si è sviluppato in maniera differente nei vari Paesi, in quanto viene disciplinato secondo le normative civilistiche e fiscali che differiscono da Paese a Paese, tuttavia presenta una serie di caratteristiche comuni a prescindere dal contesto in cui è introdotto:

---

<sup>2</sup> AIAF, *Fondi immobiliari, Reits e SIIC: evoluzioni parallele*, 2007, p.32

<sup>3</sup> Banca Intesa, *Fondi Immobiliari in Europa e USA: struttura e prospettive*, settembre 2006

<sup>4</sup> AIAF, *Fondi immobiliari, Reits e SIIC: evoluzioni parallele*, 2007, p.32

- L'obbligo di svolgere come attività principale un'attività classificabile come immobiliare, a seconda delle definizioni previste nelle varie normative<sup>5</sup>;
- L'obbligo di distribuzione di una percentuale degli utili e delle plusvalenze realizzate che varia dal 70 per cento al 100 per cento, a seconda del Paese;
- Il regime fiscale agevolato che comporta la tassazione in capo ai singoli soci e non alla società che assume la forma di *Reit*.<sup>6</sup>

Osservando gli ultimi dati che abbiamo a disposizione<sup>7</sup> possiamo dedurre che quest'ultimi sono più che positivi, in quanto abbiamo 80 società in più rispetto al 2013, una capitalizzazione complessiva che è cresciuta di poco meno del 40 per cento e un trend positivo per tutti i continenti, che hanno aumentato i propri investimenti. Tuttavia si nota sempre di più il divario tra gli Usa e gli altri Paesi, in quanto i *Reits* americani pesano rispettivamente il 58,8 per cento per la capitalizzazione e il 52,3 per cento per il patrimonio, sul totale mondiale.

Per quanto riguarda la capitalizzazione, l'Europa ha un peso piuttosto esiguo rispetto al totale mondiale, in quanto si parla del 14,7 per cento, tuttavia le modifiche normative in Italia e in Germania, e l'introduzione dello strumento in altri Paesi come ad esempio la Spagna, fanno sperare in un trend crescente nei prossimi anni. A prescindere dal peso della capitalizzazione europea su quella mondiale, dal 2007 ad oggi abbiamo comunque avuto un trend generale positivo.

Nelle tabelle che seguono vengono presentati la capitalizzazione e il numero di *Reits* esistenti in Europa e Usa nel decennio che va dal 2006 al 2015 e successivamente gli stessi dati per ogni Paese europeo dal 2008 al 2015, di modo da poter verificare l'esistenza di un trend generale positivo e effettuare opportune considerazioni in relazione allo sviluppo del mercato internazionale.

### Europa e Usa

| Area               | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015*   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Europa             | 79.101  | 130.528 | 81.356  | 111.089 | 113.778 | 109.013 | 107.947 | 137.153 | 183.704 | 216.040 |
| Numero <i>Reit</i> | 94      | 177     | 205     | 208     | 166     | 166     | 164     | 184     | 195     | 206     |
| Stati Uniti        | 320.790 | 187.527 | 129.223 | 220.014 | 267.502 | 340.986 | 466.446 | 505.500 | 735.083 | 880.000 |
| Numero <i>Reit</i> | 138     | 118     | 113     | 115     | 126     | 160     | 171     | 181     | 193     | 198     |

Fonte: Scenari Immobiliari

<sup>5</sup> Ad esempio in Italia il Legislatore all'art.1 del D.M. 174/2007 precisa quali siano le attività che rientrano nell'attività prevalente e quindi rientrano nella gestione esente e quelle che invece fanno parte della gestione imponibile. Vedi Capitolo 1 pag. 10

<sup>6</sup> AIAF, *Fondi immobiliari, Reits e SIIC: evoluzioni parallele*, 2007, p.32

<sup>7</sup> Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

\* stima

La normativa in materia di *Reits* negli Usa, risale al 1960 pertanto negli anni che vanno dal 2006 al 2015, non si hanno notevoli oscillazioni nel numero degli strumenti presenti nel mercato statunitense, se non una lieve diminuzione negli anni centrali della crisi finanziaria dei *mutui sub-prime* dove si passa da 138 *Reits* nel 2006 a 113 nel 2008, e una ripresa negli anni post crisi con più di 200 *Reits* operanti sul mercato. Oltre tali variazioni, legate all'andamento borsistico negativo ed alla conseguente sfiducia degli investitori, il settore si considera piuttosto stabile. Per quanto riguarda l'Europa, seppur la normativa volta a disciplinare strumenti assimilabili ai *Reits*<sup>8</sup>, fosse presente da svariati anni in alcuni Paesi come la Francia, il Belgio e l'Olanda, si nota come ci sia stato un notevole aumento del numero dei veicoli societari tra il 2006 e il 2007. Il motivo principale è stato l'introduzione in quell'anno della normativa in molti Paesi dell'Unione Europea, infatti come sappiamo, in Italia le SIIQ vengono introdotte con la Legge 296/2006, mentre in Germania i *G-Reits* risalgono al 2007. Anche per i Paesi Europei c'è stato un calo del numero di *Reits* dovuto alla crisi durante il triennio 2009-2012 e all'oscillazione dei mercati azionari, a cui è seguita una ripresa.

Il secondo fattore oggetto di analisi è la capitalizzazione dei due continenti, gli *Usa* presentano una crescita a ritmi più che proporzionali negli ultimi anni, che è prevalentemente dovuta alle riforme normative e alla flessibilità dello strumento, unitamente allo scenario economico favorevole generale, nel 2015 si stima che raggiunga gli 880.000 MLN di dollari. L'aumento della capitalizzazione in Europa è sicuramente più contenuta rispetto a quello statunitense, tuttavia anche in questo caso si registra un trend positivo dovuto prevalentemente alle riforme legislative, alla maggiore solidità delle società preesistenti e al miglioramento generale dell'andamento delle Borse<sup>9</sup>, anche se la crescita avviene a ritmi inferiori rispetto a quella degli altri Paesi.

---

<sup>8</sup> REIT è l'acronimo di *Real estate Investment Trust*, utilizzato negli Usa. La Germania ha denominato tale strumento allo stesso modo, tuttavia ogni Paese identifica lo strumento con un acronimo differente (FBI in Olanda, SIIC in Francia, SIIQ in Italia..), seppur con caratteristiche affini. In questa sede va precisato che quando si parla di *Reits*, ci si riferisce a tutti quegli strumenti che presentano tali caratteristiche, e non solo ai REITS statunitensi.

<sup>9</sup> Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

## Paesi Europei

| Paese                          | 2008          | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015*          |
|--------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Belgio                         | 4.926         | 5.897          | 6.511          | 5.268          | 5.820          | 7.179          | 8.973          | 9.500          |
| Numero Sir                     | 14            | 15             | 15             | 15             | 16             | 17             | 16             | 16             |
| Bulgaria                       | 474           | 497            | 357            | 440            | 319            | 300            | 300            | 320            |
| Numero Reit                    | 59            | 62             | 25             | 25             | 22             | 22             | 25             | 26             |
| Finlandia                      | -             | -              | -              | -              | -              | 64             | 78             | 120            |
| Numero Reit                    | -             | -              | -              | -              | -              | 1              | 1              | 2              |
| Francia                        | 40.744        | 56.097         | 63.356         | 62.055         | 52.474         | 55.172         | 74.035         | 85.000         |
| Numero Siic                    | 55            | 56             | 54             | 50             | 41             | 45             | 43             | 44             |
| Germania                       | 617           | 510            | 1.063          | 1.201          | 1.115          | 1.427          | 2.627          | 3.000          |
| Numero Reit                    | 2             | 2              | 3              | 4              | 4              | 4              | 4              | 4              |
| Gran Bretagna                  | 16.889        | 25.188         | 29.949         | 29.850         | 32.407         | 48.529         | 62.123         | 70.000         |
| Numero Reit                    | 20            | 22             | 23             | 24             | 26             | 29             | 37             | 40             |
| Grecia                         | 537           | 439            | 445            | 284            | 449            | 1.859          | 1.463          | 1.500          |
| Numero Reic                    | 2             | 3              | 3              | 3              | 3              | 4              | 4              | 4              |
| Irlanda                        | -             | -              | -              | -              | -              | 738            | 2.400          | 3.200          |
| Numero Reit                    | -             | -              | -              | -              | -              | 2              | 3              | 4              |
| Italia                         | -             | -              | -              | 900            | 1.136          | 1.243          | 2.404          | 4.000          |
| Numero Siiq                    | -             | -              | -              | 2              | 2              | 2              | 2              | 5              |
| Olanda                         | 14.738        | 18.782         | 8.902          | 6.619          | 6.927          | 7.610          | 10.471         | 12.000         |
| Numero Fbi                     | 7             | 7              | 6              | 6              | 5              | 5              | 5              | 5              |
| Russia                         | 1.551         | 1.923          | 1.296          | 1.170          | 1.350          | 1.850          | 1.307          | 900            |
| Numero Reit                    | 32            | 27             | 22             | 20             | 22             | 23             | 20             | 15             |
| Spagna                         | -             | -              | -              | -              | -              | -              | 3.203          | 7.000          |
| Numero Socimi                  | -             | -              | -              | -              | -              | -              | 4              | 8              |
| Turchia                        | 880           | 1.756          | 1.899          | 2.126          | 5.950          | 11.182         | 14.320         | 18.000         |
| Numero Reit                    | 14            | 14             | 15             | 17             | 23             | 30             | 31             | 33             |
| <b>Totale capitalizzazione</b> | <b>81.356</b> | <b>111.089</b> | <b>113.778</b> | <b>109.913</b> | <b>107.947</b> | <b>137.153</b> | <b>183.704</b> | <b>214.540</b> |
| <b>Totale numero Reit</b>      | <b>205</b>    | <b>208</b>     | <b>166</b>     | <b>166</b>     | <b>164</b>     | <b>184</b>     | <b>195</b>     | <b>206</b>     |

Fonte: Scenari Immobiliari

\* stima

Dalla lettura dei dati presenti in tabella è possibile effettuare una serie di considerazioni utili al fine di contestualizzare le SIIQ all'interno del contesto Europeo, che è quello di maggiore interesse, in quanto gli investitori sono sempre più interessati a strumenti compatibili tra di loro per poter avere la maggiore flessibilità possibile nello svolgere le proprie attività. Innanzitutto il modello Reits è piuttosto sviluppato in Europa, per semplicità abbiamo riportato i dati a partire dal 2008, tuttavia Paesi come il Belgio e l'Olanda utilizzato tale veicolo societario già dal 2000, pertanto in quest'ultimi c'è sicuramente maggiore stabilità del settore, nonostante non ci sia uno sviluppo finanziario forte come ad esempio in Inghilterra.

I leader del settore a livello europeo sono sicuramente la Francia e l'Inghilterra, in quanto insieme possiedono oltre il 73 per cento della capitalizzazione totale europea. Per quanto riguarda i rapporti tra i suddetti Paesi, i Reits inglesi stanno cercando di recuperare il gap relativo alla capitalizzazione rispetto alle SIIC francesi, tuttavia permane la differenza tra le politiche di investimento dei due veicoli, in quanto la SIIC effettuano investimenti più

aggressivi rispetto ai *Reits* inglesi, ottenendo come diretta conseguenza un maggiore patrimonio.

Per quanto riguarda il Belgio, quest'ultimo ha la maggiore capitalizzazione media in Europa, seguito rispettivamente da Francia, Inghilterra e Italia, tuttavia le varie operazioni straordinarie che si stanno verificando tra le società all'interno del Paese, potrebbero comportare una perdita di competitività sul mercato.

Continuando con l'analisi dei principali Paesi all'interno dell'Unione Europea, è necessario soffermarsi sulla situazione in Germania, dove la capitalizzazione è aumentata nel corso degli anni, tuttavia il numero di *G-Reits* resta fermo a 4 dal 2011. Dato il mancato sviluppo del settore, il Legislatore tedesco, al pari di quello italiano, sta cercando di modificare la normativa di riferimento, di modo da consentire la diffusione dello strumento sul mercato e il conseguente utilizzo dello stesso da parte degli investitori.

Importante novità del 2014 è la quotazione di quattro società che aderiscono al modello *Socimi*<sup>10</sup> spagnolo, che non aveva destato interesse negli investitori spagnoli, se non dopo la riforma del 2012, in quanto lo strumento introdotto nel 2009 risultava troppo rigido e poco appetibile sul mercato.

Infine restano tutti quei Paesi il cui ruolo è da considerarsi marginale, come la Finlandia in cui è quotato un solo *Reit*; la Turchia, che seppur sviluppata da un lato, continua ad avere un assetto strutturale arretrato dall'altro, e ciò comporta un interesse locale esclusivo<sup>11</sup> e scarsa competitività sul mercato europeo e infine la Bulgaria che mantiene una capitalizzazione piuttosto ridotta, pur avendo 25 società presenti sul mercato che aderiscono al modello *Reits*.

Come si può notare ogni Paese ha le proprie peculiarità e lo strumento ha avuto una diffusione differente da Paese a Paese, pertanto in questa sede è d'obbligo ricordare la situazione in Italia dove sono presenti solamente 3 SIIQ<sup>12</sup> anche se è il quarto Paese per capitalizzazione media<sup>13</sup>, mentre la capitalizzazione rispetto al totale europeo è di appena l'1,3 per cento<sup>14</sup>. I motivi legati a questa scarsa diffusione sono relativi alla rigidità della normativa originaria

---

<sup>10</sup> La Spagna ha introdotto le SOCIMI, acronimo per "Società Anonime Quotate di Investimento nel Mercato Immobiliare" con la legge 26 ottobre 2009, n. 11, ispirata a quella statunitense dei *Real Estate Investment Trust*(REIT). Tuttavia è stata necessaria una Riforma nel 2012, dato che non era stata costituita nessuna società. La riforma ha portato alla quotazione di 4 società nel 2014. Da Fleming P.S., *La calda estate delle SOCIMI*, 27 agosto 2014

<sup>11</sup> Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

<sup>12</sup> IGD, Beni Stabili e la neo SIIQ Aedes dal 1 gennaio 2016

<sup>13</sup> Considerando che Francia e Inghilterra pesano il 73 per cento sulla capitalizzazione europea totale, si comprende come il peso di quella italiana sia piuttosto esiguo.

<sup>14</sup> Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

ampiamente analizzata nel capitolo precedente. La riforma ha come obiettivo quello di aumentare il numero di SIIQ sul mercato italiano, tuttavia ad oggi la situazione resta statica, in quanto di tutte le OPA preannunciate per la costituzione di nuove SIIQ, pochissime sono quelle portate a termine<sup>15</sup>. Inoltre la normativa in Italia è stata introdotta in un momento successivo rispetto agli altri Paesi, come ad esempio la Francia o l'Inghilterra, ed anche questo viene essere considerato come motivo di mancato sviluppo del veicolo societario in quanto il mercato immobiliare aveva un trend positivo negli anni 2000-2005, mentre nel periodo successivo la crisi ha comportato andamenti negativi. Di conseguenza l'introduzione dello strumento da parte del Legislatore italiano in un momento di forte crisi, in cui gli investitori erano restii ad effettuare qualsiasi tipo di operazione, ha comportato scarsa diffusione dello strumento.

Da tale analisi preliminare, basata prima sul confronto tra Usa e Europa e poi sulla diffusione degli strumenti nei vari Paesi dell'Unione Europea, si è desunto che i regimi di riferimento da dover analizzare in maniera più dettagliata siano quello francese, tedesco e americano. I motivi di tale decisione sono legati al fatto che i *Reits* americani, sono stati i primi ad essere disciplinati e tutte le normative successive si rifanno agli stessi come modello base; le SIIC francesi, sono quelle che hanno avuto maggiore sviluppo in Europa e possono considerarsi leader nel mercato, pertanto il Legislatore ha voluto ricalcare il modello di quest'ultime per la normativa del nostro ordinamento; infine i *G-Reits* tedeschi, seppur introdotti in un Paese finanziariamente evoluto come la Germania, non hanno avuto il successo sperato, al pari delle SIIQ in Italia. Pertanto si andranno ad analizzare le principali caratteristiche di tali strumenti e le conseguenti differenze con la normativa italiana, cercando di cogliere gli aspetti positivi e negativi degli uni e degli altri e di come i punti di forza delle altre normative siano stati utilizzati dal nostro Legislatore come riferimento per innovare la normativa delle SIIQ e fornire una nuova possibilità di sviluppo del mercato immobiliare nazionale. Tutti gli strumenti sono considerati come veicoli atti a realizzare investimenti immobiliari indiretti e gli aspetti su cui si focalizzerà la nostra attenzione saranno prevalentemente: la struttura legale, la struttura societaria e i temi di *corporate governance*, in quanto determinano i requisiti da rispettare affinché una società possa essere classificata nella categoria dei *Reits*; ed il rispetto di differenti vincoli reddituali, patrimoniali e posti all'indebitamento nelle varie normative.

---

<sup>15</sup> Capitolo 4, paragrafo 1: il contesto italiano

### 2.1.1 I *Reits* statunitensi

Il primo modello che andremo ad analizzare nel dettaglio è quello dei *Reits* statunitensi, introdotti nel 1960 con il *Real Estate Investment Trust Act*. Il Legislatore statunitense ha voluto introdurre nell'ordinamento un veicolo di investimento attraverso il quale fosse possibile effettuare investimenti immobiliari e usufruire di un regime fiscale agevolato *look through vehicle*<sup>16</sup>, che permettesse la tassazione direttamente in capo al soggetto investitore e non alla società. Lo scopo dell'introduzione di tale normativa nell'America degli anni '60, era prevalentemente quello di poter consentire ai singoli investitori di effettuare operazione nel settore *Real Estate* con una quota di partecipazione minima, un rendimento discreto e un'assunzione di rischi proporzionata alla quota stessa, abbattendo così le barriere all'entrata nel settore. Ovviamente la normativa degli anni '60 non è quella che conosciamo oggi, in quanto si sono susseguite una serie di modifiche legislative<sup>17</sup> atte a rendere lo strumento sempre più vicino alle esigenze degli investitori e agli investimenti transnazionali degli investitori istituzionali.

Fino al 1975 i *Reits* potevano essere sia aperti che chiusi<sup>18</sup> ma, a seguito della crisi del mercato immobiliare del 1973-1974 che ha portato al fallimento di numerose società, la SEC<sup>19</sup> decise che i *Reits* in futuro avrebbero potuto assumere esclusivamente la forma di fondi chiusi, al fine di evitare le conseguenze disastrose manifestatesi durante la crisi degli anni '70.<sup>20</sup>

Inoltre i *Reits* venivano originariamente suddivisi in tre tipologie: *Equity Reit*, che investono in titoli immobiliari e in immobili; *Mortgage Reit*, che investono in finanziamenti ipotecari e infine *Hibryd Reit*, che possono effettuare gli investimenti sia nella prima che nella seconda categoria. Tuttavia attualmente prevalgono gli *Equity Reit*, dato che gli *Hybrid* sono usciti dal mercato e i *Mortgage* hanno un peso residuale rispetto alla capitalizzazione totale.<sup>21</sup>

---

<sup>16</sup> Banca Intesa, *Fondi Immobiliari in Europa e USA: struttura e prospettive*, settembre 2006, p.7

<sup>17</sup> Le modifiche fondamentali sono state: il *Tax Reform Act* del 1986, il *REIT Modernization Act* del 1999 e il *REIT Improvement Act* del 2004. Per l'evoluzione normativa in materia di *Reit* si rinvia al documento di Banca Intesa della nota n. 12.

<sup>18</sup> La differenza tra un fondo aperto e un fondo chiuso sta nel fatto che nel primo caso le attività che compongono il portafoglio possono cambiare e risentono maggiormente delle oscillazioni di mercato, mentre in un fondo chiuso il portafoglio di attività è fisso. Tale differenza comporta che l'investitore che decide di dismettere il proprio investimento in un fondo chiuso deve vendere la propria quota a un terzo soggetto, mentre nel caso del fondo aperto le quote vengono vendute al gestore che dovrà liquidare l'investimento. Da [www.credit-suisse.com](http://www.credit-suisse.com)

<sup>19</sup> *Securities and Exchange Commission*

<sup>20</sup> AIAF, *Fondi immobiliari, Reits e SIC: evoluzioni parallele*, 2007

<sup>21</sup> *Scenari Immobiliari, I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

Così come per le SIIQ, al fine di poter usufruire del regime fiscale favorevole è necessario il rispetto di una serie di requisiti:

- La forma societaria richiesta è quella di società per azioni o *trust*, la quotazione della società è facoltativa;
- Il requisito patrimoniale prevede che il 75 per cento degli *asset* siano investiti nel settore immobiliare;
- Gli utili derivanti dall'attività immobiliare devono essere almeno pari al 75 per cento;
- Il numero minimo di azionisti richiesto è di 100;
- Il requisito del flottante prevede che non più del 50 per cento delle azioni sia detenuto da 5 investitori;
- L'obbligo di distribuzione dell'utile in misura almeno pari al 90 per cento;

Il rispetto di tale requisiti comporta la possibilità di usufruire del regime fiscale agevolato previsto per i *Reits*, per il quale vi è la totale esenzione da tassazione in capo alla società e l'obbligo di distribuzione degli utili in misura pari almeno al 90 per cento dell'utile ante imposte.<sup>22</sup> Per gli investitori non residenti, grazie al *Reit Improvement Act* del 2004, è possibile usufruire di un regime agevolato per il quale vi è il pagamento di una ritenuta del 15 per cento sui dividendi e l'esenzione sul *capital gain*.

In sintesi abbiamo esposto i punti salienti della normativa in materia di *Reits* statunitensi al fine di poterla confrontare con quella delle SIIQ, oggetto del questo elaborato. A primo impatto non ci sono particolari differenze tra la normativa statunitense e quella italiana, se non in relazione ad alcune percentuali, come ad esempio quella relativa alla distribuzione degli utili che in Italia è stata diminuita al 70 per cento mentre negli *Usa* resta invariata al 90 per cento. Tuttavia si ritiene che tali differenze siano dovute prevalentemente al contesto economico-finanziario differente in cui operano gli strumenti. È di particolare interesse il fatto che il regime fiscale preveda la totale esenzione da tassazione della società nella normativa statunitense, mentre in Italia permane l'obbligo di pagamento dell'imposta dell'ingresso e di quella relativa ai redditi derivanti dalla gestione imponibile. Per quanto riguarda la questione dell'indebitamento non ci sono particolari limiti posti da entrambe le normative, se non la previsione del nostro legislatore di stabilire nello statuto della società il limite massimo di leva finanziaria a livello individuale e di gruppo. Infine, è necessario che entrambe le società rispettino gli obblighi di *corporate governance* stabiliti dei principi a cui fanno riferimenti i singoli Paesi.

---

<sup>22</sup> I requisiti per aderire al regime e i benefici derivanti dal regime fiscale agevolato vengono analizzati in maniera approfondita nel sito [www.reit.com](http://www.reit.com), a cui abbiamo fatto riferimento per questa breve esposizione.

In sostanza, anche se i regimi non differiscono particolarmente dal punto di vista normativo, l'impatto dell'introduzione dello strumento negli Usa e in Italia è stato completamente differente. Innanzitutto non è possibile effettuare una comparazione in quanto il contesto economico negli anni '60 non è paragonabile a quello italiano del 2007. Inoltre i *Reits* non hanno avuto lo sviluppo attuale nei primi anni di introduzione del regime, ma a partire dagli anni '90 e sono riusciti a mantenere una fase di espansione positiva per quasi un ventennio<sup>23</sup>, al contrario la normativa SIIQ è stata introdotta nel 2007, in un periodo in cui il Paese già verteva in condizioni di crisi, in più con una normativa particolarmente rigida e complessa che ha scoraggiato gli investitori. Infine non è possibile effettuare una comparazione quantitativa in quanto negli Usa sono presenti più di 300 *Reits*, contro le 3 SIIQ presenti in Italia. Un confronto potrebbe essere fatto tra Usa e Europa, tuttavia come già detto in precedenza il peso della capitalizzazione europea è esiguo rispetto al totale mondiale, mentre quello statunitense è superiore al 50 per cento, e questo comporta la conferma di un divario tra le due realtà, che difficilmente potrà essere colmato. Pertanto si spera che il miglioramento del mercato borsistico e la nuova normativa introdotta dalla Riforma in Italia, abbiano come diretta conseguenza la diffusione dello strumento sul mercato italiano e un maggiore utilizzo da parte degli investitori europei.

### 2.1.2 Le SIIC francesi

Proseguendo nella nostra analisi, il secondo regime che andremo ad analizzare e poi comparare con quello italiano è quello delle SIIC<sup>24</sup>, introdotte in Francia con la legge finanziaria del 2003<sup>25</sup>, a cui sono susseguite una serie di modifiche nel 2004 e nel 2005 per modificare alcuni obblighi che erano considerati troppo stringenti. Tali obblighi erano relativi rispettivamente all'aliquota da applicare agli apporti immobiliari ad una SIIC e all'applicazione del regime fiscale agevolato anche alle cessioni di immobili e non solo agli apporti degli stessi. La normativa delle SIIC si rifà al modello statunitense, pertanto una SIIC è una società per azioni attraverso la quale vengono effettuati investimenti immobiliari da parte di investitori istituzionali e non, che deve rispettare una serie di requisiti patrimoniali, reddituali, statutari e di struttura partecipativa al fine di usufruire di un regime fiscale agevolato.

Per quanto riguarda i requisiti che devono essere rispettati, principalmente:

---

<sup>23</sup> Crisafi P., *I 50 anni dei Reits Americani e l'empasse delle SIIQ italiane*, in [www.assoimmobiliare.it](http://www.assoimmobiliare.it)

<sup>24</sup> *Société d'investissement immobiliers cotées*

<sup>25</sup> Legge Finanziaria n. 1575 del 30 dicembre 2002, entrata in vigore il 1 Gennaio 2003

- La SIIC deve essere una società per azioni, con un capitale minimo di 15 MLN di Euro e deve essere quotata sul mercato regolamentato francese. Non è previsto che sia residente ai fini fiscali in Francia, a differenza della normativa italiana, ma è necessaria solo la quotazione alla borsa di Parigi e che la SIIC sia soggetto passivo nel proprio Paese di residenza. Tale previsione è peculiare del regime francese, ed il motivo dell'introduzione della stessa nella normativa è legato alla volontà del Legislatore di focalizzarsi sul tema della "concorrenza regolamentare"<sup>26</sup>;
- Almeno il 15 per cento del flottante deve essere detenuto da soci che detengono partecipazioni agli utili e diritti di voto in misura inferiore al 2 per cento (requisito del flottante);
- Nessun socio può possedere direttamente o indirettamente più del 60 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più del 60 per cento dei diritti di partecipazione agli utili (requisito del controllo);
- L'obbligo di distribuzione degli utili è pari ad almeno l'85 per cento, mentre quello delle plusvalenze è pari al 50 per cento;
- L'attivo patrimoniale deve essere relativo ad attività immobiliare per almeno l'80 per cento, e di conseguenza anche i redditi derivanti da tale attività devono essere almeno pari all'80 per cento;
- Il pagamento di un'imposta di ingresso con aliquota pari al 19 per cento, calcolata sulle plusvalenze latenti<sup>27</sup>, in Italia il calcolo viene effettuato allo stesso modo applicando un'aliquota pari al 20 per cento, pertanto le due imposte si considerano eguagliabili;

Il rispetto di tali requisiti comporta l'esenzione dall'imposta per il reddito della società e per le plusvalenze derivanti da attività immobiliare<sup>28</sup>, mentre restano soggetti a imposizione ordinaria i redditi e le plusvalenze derivanti da attività non pertinenti.

Da tale analisi dei fondamenti della normativa francese emerge chiaramente il fatto che il Legislatore italiano si sia ispirato a tale normativa per l'introduzione del regime SIIQ in Italia, in quanto l'impostazione è la medesima per quanto riguarda la tipologia di requisiti da dover rispettare e il tipo di vantaggio fiscale che si ottiene, mantenendo una netta distinzione tra

---

<sup>26</sup> Banca Intesa, *Fondi Immobiliari in Europa e USA: struttura e prospettive*, settembre 2006, p.9

<sup>27</sup> Calcolate come differenza tra il costo d'acquisto di un bene e il suo valore di mercato da Banca Intesa vedi nota n.12

<sup>28</sup> In Italia la normativa stabilisce cosa faccia parte o meno dell'attività di locazione immobiliare prevalente, allo stesso modo viene stabilito dalla normativa francese, tuttavia non è questa la sede opportuna per un'analisi così approfondita di tale legislazione.

l'attività immobiliare prevalente e le altre attività che non rientrano nella stessa<sup>29</sup>. Il confronto tra l'applicazione del regime in Italia e il Francia, risulta quindi d'obbligo in relazione al fatto che non solo questi due Paesi hanno una normativa affine, ma anche caratteristiche di mercato simili, essendo entrambi Paesi dell'Unione Europea, e che quindi sono soggetti alle stesse variabili macroeconomiche. Tuttavia la Francia è leader nel contesto europeo per quanto riguarda la diffusione delle SIIC, mentre l'Italia ha ottenuto scarsi risultati sia per quanto riguarda la capitalizzazione, che per il numero di società che hanno aderito al regime. Infatti in Francia sono presenti 34 SIIC e 9 Reits esteri che adottano il Regime francese<sup>30</sup>, e ciò sottolinea come la scelta del Legislatore di permettere di usufruire del regime senza la residenza fiscale, sia stata vincente; mentre in Italia, come più volte sottolineato, hanno aderito al regime solo tre società.

Le motivazioni sono riconducibili in primo luogo al momento di introduzione della normativa, in quanto nel 2003, anno in cui è stata introdotta la normativa delle SIIC, il mercato immobiliare era stabile e l'economia europea non doveva affrontare la crisi che invece iniziava a manifestarsi nel 2007, anno di introduzione delle SIIQ. Quindi anche in questo caso, come per i *Reits* americani, la differenza nella diffusione è dovuta anche al periodo storico in cui sono state introdotte le riforme nei vari Paesi. Secondo poi, la mancata diffusione è legata ad un problema tipico del contesto italiano: la poca fiducia negli strumenti quotati sul mercato. Imprenditori ed investitori, a prescindere dal settore *Real Estate*, sono poco propensi ad utilizzare la quotazione in borsa prevalentemente per gli obblighi stringenti imposti dalle autorità di vigilanza, ed una delle caratteristiche peculiari delle SIIQ è la quotazione sul mercato regolamentato. Pertanto si ritiene che questo sia il motivo principale della differenza tra la diffusione delle SIIC in Francia e delle SIIQ in Italia, in quanto nel primo caso il mercato quotato è sviluppato e le società non sono restie alla quotazione, mentre nel secondo caso il contesto in cui le società dovrebbero operare è di partenza sfavorevole.

### 2.1.3 I *G-Reits* tedeschi

Nei paragrafi precedenti abbiamo analizzato i *Reits* americani e le SIIC francesi, come regimi di successo nei rispettivi Paesi. Adesso come ultimo regime andremo ad approfondire i *G-Reits* tedeschi al fine di completare la nostra analisi comparativa. Quest'ultimi hanno caratteristiche affini alle SIIC francesi, e di conseguenza alle SIIQ italiane, in quanto come

---

<sup>29</sup> Nella normativa italiana si parla di "gestione esente" e "gestione imponibile"

<sup>30</sup> Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

emerge dalla nostra analisi, il regime francese è stato preso come riferimento nei Paesi Europei. Tuttavia al pari delle SIIQ italiane, non hanno avuto il successo sperato.

Vengono introdotti in Germania nel 2007, stesso anno di introduzione delle SIIQ, anche se l'IFD<sup>31</sup> stava proponendo uno schema di legge per i G-Reits già dal 2003<sup>32</sup>. I motivi che hanno spinto il Legislatore tedesco ad introdurre il regime *Reits* in Germania sono legati al fatto che tale tipologia di veicolo societario si stava diffondendo in Europa, e la Germania al fine di preservare la propria competitività sul mercato finanziario europeo, aveva l'obbligo di adeguarsi. Inoltre il patrimonio immobiliare presente in Germania è uno dei più ampi d'Europa, pertanto l'introduzione di società di investimento immobiliare avrebbero potuto facilitare l'attività di gestione dello stesso e attrarre gli investitori esteri.<sup>33</sup>

La normativa prevede che lo strumento permetta di eliminare la tassazione in capo alla società, prevedendola esclusivamente in capo ai soci, qualora vengano rispettati una serie di requisiti. Nel caso dei G-Reits tali requisiti sono:

- La quotazione sul mercato e l'obbligo di rispettare un requisito del flottante pari al 25 per cento degli investitori;
- L'obbligo di fare domanda di riconoscimento dello status all'amministrazione fiscale;
- L'obbligo di tenuta delle scritture contabili secondo i principi contabili internazionali Ias-Ifrs;
- Il patrimonio investito in *asset* immobiliari deve essere pari almeno al 75 per cento, così come i ricavi derivanti devono essere pari almeno al 75 per cento;
- L'obbligo di distribuzione degli utili deve essere pari almeno al 90 per cento;
- L'obbligo di cessione del 50 per cento del patrimonio ogni 5 anni;
- Le attività non riconducibili ad attività immobiliari possono essere al massimo il 20 per cento del patrimonio e dei ricavi.<sup>34</sup>

Inoltre, la disciplina tedesca è più stringente di quella italiana e francese per quanto gli riguarda gli obblighi relativi al *reporting* finanziario. Il rispetto di tali requisiti comporta la tassazione solo in capo al soggetto investitore, non alla società, sia che gli immobili siano situati in Germania che all'estero. Tale disposizione comporta che i proventi non siano

---

<sup>31</sup> *Initiative Finanzstandort Deutschland* è un'organizzazione lobbysta tedesca che ha operato dal 2003 al 2011

<sup>32</sup> Lachner C. M., von Heppe R., *The Introduction of Real Estate Investment Trusts [REITs] in Germany*, German Law Journal Vol.8 n.1 2006

<sup>33</sup> Lachner C. M., von Heppe R., *The Introduction of Real Estate Investment Trusts [REITs] in Germany*, German Law Journal Vol.8 n.1 2006

<sup>34</sup> Banca Intesa, *Fondi Immobiliari in Europa e USA: struttura e prospettive*, settembre 2006, p.15

assoggettati alla tassazione transnazionale e che siano esenti per i G-Reits solo se gli utili vengono distribuiti.

Tuttavia dal 2007 ad oggi solamente quattro società hanno aderito al regime, disattendendo i risultati sperati, anche a fronte del successo che il regime aveva avuto in Francia, Belgio e Olanda. Pertanto ci si aspetta un intervento del Legislatore al fine di rendere la normativa più flessibile e superare le carenze strutturali, sperando di fornire agli investitori uno strumento utile anche per l'acquisto dei portafogli, che i fondi in fase di liquidazione stanno immettendo sul mercato<sup>35</sup>, proprio come è avvenuto con il Decreto Legge 133/2014 in Italia.

Da tale analisi è possibile desumere che la situazione italiana e quella tedesca sono assimilabili per due differenti aspetti: da un lato, le normative relative al regime sono state introdotte nello stesso periodo, e si pensa che tale decisione possa aver impattato sulla mancata diffusione degli strumenti in quanto il mercato era in un momento sfavorevole; dall'altro entrambe le discipline si rifanno al modello delle SIIC francesi, che al contrario ha avuto un discreto successo sin dall'introduzione.

## **2.2 Analisi comparativa: il contesto nazionale**

Dopo aver analizzato gli strumenti che hanno ispirato il Legislatore per l'introduzione della normativa SIIQ in Italia, appare doveroso dare un cenno degli altri strumenti che sono presenti nell'ordinamento giuridico italiano all'interno del settore immobiliare. Attualmente un investitore ha la possibilità di scegliere tra SIIQ, SICAF<sup>36</sup> e Fondi Immobiliari. Tali strumenti presentano caratteristiche diverse e sono stati introdotti in differenti periodi, tuttavia la disponibilità di più veicoli di investimento ha come intento quello di rendere il mercato immobiliare nazionale al pari di quello europeo, e attrarre gli investitori esteri al fine di far ripartire il settore dopo la crisi. I Fondi Immobiliari, le SIIQ e le SICAF sono accomunati dal fatto che singole normative prevedono regimi fiscali agevolati che li rende fiscalmente trasparenti, cioè dalla possibilità di poter rinviare la tassazione esclusivamente in capo ai soci e non al veicolo societario. Inoltre sono assoggettati alla vigilanza prudenziale di Banca

---

<sup>35</sup> Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

<sup>36</sup> Società di Investimento a Capitale Fisso

d'Italia o/e Consob, che garantiscono il rispetto di una serie di obblighi di comunicazione e trasparenza, che rende tali strumenti particolarmente controllati sotto il profilo dei rischi<sup>37</sup>.

I Fondi Immobiliari sono stati introdotti in Italia nel 1994, anche se diventano operativi a partire dal 1999<sup>38</sup>, in questo caso l'Italia è stata una delle prime Nazioni a introdurre tale strumento nella propria legislazione ed è stato lo strumento maggiormente diffuso sul mercato immobiliare nazionale fintanto che l'evoluzione normativa negli altri Paesi ha penalizzato l'utilizzo dei Fondi a favore di strumenti più competitivi. Pertanto la scelta del Legislatore è stata quella di adeguarsi alle dinamiche di mercato, introducendo la disciplina delle SIIQ con la L. n. 296/2006 e le successive modifiche, di modo da prevedere uno strumento affine ai *Reits*, e completare il quadro normativo con le SICAF, introdotte con il D.Lgs. 44/2014<sup>39</sup> al fine di recepire la normativa europea.

In primo luogo andremo ad analizzare la disciplina prevista per i Fondi Immobiliari, la nostra analisi si focalizzerà sugli aspetti essenziali e i requisiti che quest'ultimi devono rispettare al fine di poter essere utilizzati da parte degli investitori. Essendo l'argomento particolarmente articolato e complesso, soprattutto dal punto di vista fiscale, andremo a evidenziare quegli aspetti che risultano essere d'interesse in relazione alla normativa delle SIIQ, oggetto centrale di questo lavoro di tesi, di modo da poterne cogliere le principali differenze. Inoltre il confronto è d'obbligo in quanto il Decreto Sblocca Italia ha previsto la creazione di sinergie tra i due strumenti. Dopo aver evidenziato i principali elementi che differenziano i Fondi Immobiliari dalle SIIQ, analizzeremo brevemente la disciplina delle SICAF, per completare il quadro normativo del settore immobiliare.

### 2.2.1 I Fondi Immobiliari

I Fondi Immobiliari vengono disciplinati dal Testo Unico della Finanza ( di seguito TUF<sup>40</sup>) e sono configurati come una struttura patrimoniale autonoma, priva di personalità giuridica, che viene gestita da una SGR<sup>41</sup>, mediante un contratto di mandato tra la stessa e gli investitori. Rientrano negli strumenti che vengono considerati OICR<sup>42</sup>, pertanto sono soggetti alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, qualora siano quotati.

---

<sup>37</sup> Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.12

<sup>38</sup> Vengono introdotti con la L.n. 86/1994, abrogata e sostituita dal TUF (D.L. n.58/1998)

<sup>39</sup> Tale Decreto recepisce la Direttiva AIFMD n. 2011/61/UE

<sup>40</sup> D.Lgs. n.58/1998

<sup>41</sup> Società di Gestione del Risparmio

<sup>42</sup> Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio così come definiti dall'art.1, comma 1, lettera k) TUF

Il patrimonio in questione viene suddiviso in quote di uguale valore, che vengono offerte agli investitori<sup>43</sup>, in questo modo quest'ultimi partecipano all'investimento in termini di ritorni economici, tuttavia la gestione è demandata all'intermediario finanziario che ha l'obiettivo di gestire il patrimonio minimizzandone i rischi e massimizzandone il rendimento. I risparmiatori possono partecipare al fondo mediante un apporto di capitale o di immobili, e come detto in precedenza, ricevono in cambio delle quote unitarie. Il capitale una volta raccolto viene investito da parte della SGR, secondo una specifica politica di investimento stabilita *ex ante*, dopodiché al termine della durata del fondo, gli utili derivanti dagli investimenti vengono distribuiti tra gli investitori.<sup>44</sup> Con l'introduzione di tale strumento, il Legislatore aveva come obiettivo quello di favorire gli investimenti dei risparmiatori in un settore che prima veniva considerato solo in relazione ad investimenti diretti.

Per quanto riguarda la natura del fondo, esso si configura come fondo chiuso<sup>45</sup>, tuttavia vi è la possibilità di prevedere periodi in cui è possibile emettere nuove quote e liquidarne delle altre, senza dover attendere la liquidazione del fondo stesso.<sup>46</sup>

Le principali caratteristiche dei Fondi Immobiliari, possono essere così riassunte:

- Il patrimonio del fondo deve essere costituito da beni immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari o in quote di altri fondi immobiliari anche esteri per almeno i 2/3 e deve essere separato da quello della SGR, che lo gestisce;
- È uno strumento autonomo dal punto di vista patrimoniale, pertanto risponde delle proprie obbligazioni esclusivamente con il proprio patrimonio;
- Le quote devono avere tutte lo stesso valore e conferire gli stessi diritti, a una pluralità di investitori. In particolare quest'ultimo requisito è necessario per garantire la separazione tra gli investitori e la SGR;
- La gestione del fondo è affidata ad un intermediario finanziario, quale la SGR, nell'interesse degli investitori ma in maniera completamente autonoma;
- L'investimento è tipicamente di lungo periodo;
- Il limite massimo di leva finanziaria consentito è pari al 60 per cento del valore del portafoglio immobiliare<sup>47</sup>;
- Il Fondo Immobiliare può essere quotato sui mercati regolamentati.<sup>48</sup>

---

<sup>43</sup> AIAF, *Fondi immobiliari, Reits e SIIC: evoluzioni parallele*, 2007

<sup>44</sup> Galano R., *SIIC, SICAF e Fondi Immobiliari: strumenti finanziari a confronto*, 21 maggio 2015

<sup>45</sup> Vedi nota n. 18

<sup>46</sup> Tale modifica normativa viene introdotta con il D.M. 47/2003

<sup>47</sup> Tale limite può essere non rispettato qualora si tratti di un fondo speculativo

Per quanto riguarda il regime fiscale in capo ai fondi immobiliari vi è un regime fiscale agevolato se sussistono i requisiti civilistici stabiliti dal TUF, tuttavia occorre fare una distinzione tra imposizione diretta e indiretta. In materia di imposte dirette, il Fondo può optare per un regime di tassazione alternativo a quello ordinario, che prevede il pagamento di un'imposta sostitutiva delle imposte dirette e dell'IRAP con aliquota pari al 20 per cento. Ai fini IVA sono esclusi dal campo di applicazione gli apporti di una pluralità di immobili prevalentemente locati al momento dell'apporto, mentre nel medesimo caso le imposte di registro, catastali e ipotecarie vengono corrisposte in misura fissa. Infine in caso di cessione di immobili strumentali che rientrano nel campo di applicazione IVA, le aliquote delle imposte ipotecaria e catastale sono ridotte alla metà.<sup>49</sup>

Tale trattazione non è esaustiva, tuttavia ha come finalità quella di inquadrare lo strumento nel contesto normativo italiano, infatti già da questa analisi superficiale è possibile cogliere che esistono una pluralità di differenze tra i Fondi e le SIIQ, che operano all'interno dello stesso settore, ma conferiscono diritti e obblighi differenti agli investitori.

Pertanto si ritiene che tali strumenti vengano utilizzati da differenti categorie di investitori, a seconda della tipologia di investimento che si intende effettuare, e che tale scelta dipenda soprattutto dalla natura dell'investitore stesso. Qualora l'investitore dovesse prediligere un'elevata correlazione tra il bene investito sottostante e lo strumento finanziario, egli continuerà a scegliere il Fondo Immobiliare alla SIIQ; mentre in caso contrario la struttura e la normativa in materia SIIQ viene considerata come una valida alternativa ai Fondi.<sup>50</sup>

Avendo effettuato l'analisi delle disposizioni principali in materia di SIIQ e di Fondi Immobiliare, adesso focalizzeremo la nostra attenzione sulle differenze tra queste due normative e in particolar modo sul fatto che siano nate come alternative tra di loro, ma che il Legislatore con il Decreto Legge 133/2014 abbia voluto far convergere i due strumenti al fine di permettere agli investitori di sfruttare le possibili sinergie. Dopodiché andremo a verificare come tali novità dispositive impattino sulla complementarietà degli strumenti.

---

<sup>48</sup> Tali requisiti sono stati estrapolati da Assoimmobiliare (2015). *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*. Milano: FrancoAngeli p.100-101

<sup>49</sup> Galano R., *SIIQ, SICAF e Fondi Immobiliari: strumenti finanziari a confronto*, 21 maggio 2015

<sup>50</sup> Grea, G., & Schiavo A., *Il nuovo regime delle SIIQ: complementarietà o alternativa con i fondi immobiliari*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

Innanzitutto, la normativa in materia di SIIQ non prevede che ci sia un termine massimo di **durata**, in quanto la SIIQ è una Società per Azioni, la cui normativa non prevede limiti in tal senso. Al contrario i Fondi Immobiliari possono avere una durata massima di 50 anni, e ciò da una certezza per la liquidazione dell'investimento.

La seconda differenza sta nella scelta della **politica di investimento**, in quanto i Fondi Immobiliari sono obbligati a determinare la propria politica di investimento nel momento in cui vengono effettuati gli apporti di capitale da parte dei quotisti, mentre nella normativa relativa alle SIIQ ciò non è previsto. L'unica condizione che viene posta in essere dal Legislatore è relativa all'obbligo di prevedere le regole in materia di investimento all'interno dello Statuto della società, insieme ai limiti alla concentrazione dei rischi e al limite massimo di leva finanziaria consentito<sup>51</sup>. Proprio la mancanza dell'obbligo di dover definire una politica di investimento *ex ante* ha portato alla scelta del Legislatore di specificare che le SIIQ non costituiscono Organismi di investimento collettivo del risparmio ai sensi del TUF<sup>52</sup>, al contrario dei Fondi Immobiliari. Inoltre da tale precisazione, si manifesta un'ulteriore differenza in materia di **vigilanza**, in quanto i Fondi sono soggetti alla vigilanza prudenziale svolta da parte della Banca d'Italia e della Consob, mentre le SIIQ, perdendo la qualifica di OICR, sono assoggettate esclusivamente alla vigilanza della Consob, in quanto società quotate sui mercati regolamentati. Sempre rimanendo nell'ambito dei requisiti statutari, le SIIQ non sono obbligate a mantenere determinati livelli di leva finanziaria predefiniti, al contrario dei Fondi che hanno un limite massimo di leva finanziaria consentito pari al 60 per cento.

Un ulteriore elemento divergente è legato al fatto che le SIIQ sono definite come società per azioni, pertanto il soggetto che decide di investire in una SIIQ ne diventa azionista, e quindi esercita il diritto di partecipazione agli utili e di voto, e in relazione al numero di azioni che possiede è in grado di influenzare la **strategia della società**; mentre i Fondi sono definiti come patrimoni autonomi privi di personalità giuridica, pertanto vengono gestiti dalle SGR, che ha il potere di decidere per conto degli investitori, i quali non hanno nessun tipo di influenza sulla scelta della strategia di investimento.

Infine per quanto riguarda i Fondi, quest'ultimi non sono soggetti a tutti i limiti relativi al controllo, al flottante o alla distribuzione degli utili, che invece devono essere rispettati dalle SIIQ per poter esercitare l'opzione. In particolare per quanto riguarda gli utili, nel caso dei Fondi, essi derivano dalla cessione di immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni al

---

<sup>51</sup> Art.3 del D.M. n.174/2007

<sup>52</sup> Art.1, comma 119ter della L.n. 296/2006

valore; mentre nel caso delle SIIQ, gli utili percepiti da parte dell'azionista scontano anche tutte le conseguenze della quotazione sul mercato.

Le differenze riportate nell'analisi precedente hanno avuto come conseguenza che i Fondi si siano diffusi molto di più rispetto alle SIIQ, in quanto vengono percepiti come strumenti che permettono di ottenere un vantaggio fiscale, senza però dover rispettare tutti gli obblighi previsti per le SIIQ. Gli ultimi dati<sup>53</sup> in materia di Fondi confermano il diffuso utilizzo degli stessi da parte degli investitori, in quanto attualmente sono presenti in Italia circa 400 fondi misti, quotati e non quotati; inoltre dopo la crisi che ha caratterizzato gli anni 2008-2013, negli ultimi due anni sembrerebbe ci sia stato un recupero della performance del settore, analizzata calcolando il *Roe* medio dello stesso.

Proprio per la disparità di utilizzo tra i due strumenti, una della criticità che era stata sottolineata relativamente alla normativa delle SIIQ, era quella della mancanza di interconnessione con quella dei Fondi Immobiliari. Nel corso dell'analisi normativa nel capitolo precedente, abbiamo esposto tutte le novità introdotte dalla Riforma, anche in relazione al rapporto con i Fondi, tuttavia appare doveroso in questa sede, sintetizzare esclusivamente quelle che hanno stabilito una connessione tra i due strumenti di modo da renderli non più alternativi, bensì complementari.

In primo luogo viene modificato il comma 121 dell'articolo 1 della L. n. 296/2006 per il quale vengono considerati nel calcolo *dell'asset test* e del *profit test* le quote e i relativi proventi derivanti dalle partecipazioni in Fondi Immobiliari<sup>54</sup>. In questo caso il Legislatore ha voluto ampliare il novero delle attività che sono riconducibili alla gestione esente, specificando che le partecipazioni vengono considerate esclusivamente quando i fondi sono "qualificati"<sup>55</sup>. Tale modifica ha come diretta conseguenza che gli obblighi relativi all'attività di locazione immobiliare vengano raggiunti più facilmente da parte della società che decide di esercitare l'opzione. Per coerenza viene modificato anche il comma 123 in materia di utili, pertanto vengono inseriti tra i proventi anche quelli derivanti da partecipazioni in Fondi Immobiliari, oltre a quelli delle attività riconducibili alla gestione esente e alle partecipazioni in SIIQ e SIINQ. Un'ulteriore modifica, relativa ai rapporti tra le SIIQ e i Fondi Immobiliari, riguarda il comma 131 del sopracitato articolo che stabilisce cosa si intende per fondi "qualificati". La norma stabilisce che si considerano qualificati tutti quei Fondi che investono almeno l'80 per

---

<sup>53</sup> Scenari Immobiliari, *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it), 2015

<sup>54</sup> Art.1, comma 121 della L. n. 296/2006 così come modificata dal D.L. 133/2014

<sup>55</sup> Per l'analisi completa si veda pag.11

cento del valore delle proprie attività in immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in SIIQ o SIINQ. La *ratio* è quella di considerare esclusivamente quei fondi che rispettano gli stessi vincoli patrimoniali imposti dal Legislatore per le SIIQ. Inoltre viene aggiunta la disposizione normativa per la quale sui proventi distribuiti dai fondi immobiliari non si applica la ritenuta ex art.7 D.L. 351/2003.

Tuttavia la modifica più rilevante riguarda l'introduzione della disciplina relativa ai conferimenti effettuati da parte dei fondi immobiliari alle società che aderiscono al regime SIIQ<sup>56</sup>, che interviene al fine di risolvere il problema del conferimento del patrimonio dei fondi prossimi alla fase di liquidazione. Il tema è stato ampiamente trattato nel primo capitolo in relazione alla disciplina dei conferimenti che possono essere effettuati in una SIIQ<sup>57</sup>, in questa sede è necessario solo ricordare che tali commi disciplinano due temi di particolare rilevanza quali il concambio tra le azioni della SIIQ e le quote dei Fondi e il trattamento di tale conferimento ai fini dell'imposizione indiretta. La disciplina relativa al concambio tra le azioni delle SIIQ e le quote dei Fondi Immobiliari<sup>58</sup> ha come fine quello di fornire un'alternativa alla proroga di durata del Fondo, di modo da far confluire il patrimonio dello stesso in quello di una società. Il reale vantaggio sta nel fatto che a tale operazione viene applicato un regime fiscale agevolato sia nel caso in cui la SIIQ sia di nuova costituzione, che sia preesistente.<sup>59</sup> La disciplina relativa all'imposizione indiretta<sup>60</sup> stabilisce invece che i conferimenti effettuati da parte dei Fondi immobiliari in una SIIQ, rientrano tra le operazioni che sono escluse dal campo di applicazione IVA, mentre prima della Riforma il conferimento avrebbe dovuto scontare il pagamento dell'aliquota IVA. Tale disposizione risulta di particolare interesse al fine di permettere l'inizio di una collaborazione tra le SIIQ e i Fondi Immobiliari.

Le modifiche di alcuni commi e l'introduzione di altri con il Decreto Sblocca Italia hanno portato, come detto in precedenza, alla complementarietà tra i due strumenti. In passato gli investitori erano costretti ad escludere l'utilizzo di uno strumento qualora venisse scelto quello alternativo, data la difficoltà di conciliare le due normative in quanto non erano presenti norme di raccordo tra gli strumenti stessi. Adesso, con le modifiche apportate dalla Riforma, risulta molto più agevole formulare strategie di investimento flessibili che prevedano l'utilizzo di entrambi gli strumenti. In particolare il fatto che le SIIQ e i Fondi

---

<sup>56</sup> Art.1, comma 140bis, 140ter, 140quater della L. 296/2006

<sup>57</sup> Per la disciplina completa si veda pag.32-34

<sup>58</sup> Art.1, comma 140bis della L. n. 296/2006

<sup>59</sup> Art.20 del D.L. 133/2014

<sup>60</sup> Art.1, comma 140ter della L.n. 296/2006

siano quasi equiparabili sotto il punto di vista fiscale, elimina l'eventualità che gli investitori scelgano di investire nei Fondi Immobiliari non tanto per le proprie peculiarità, quanto per i vantaggi che l'utilizzo degli stessi può comportare ai fini fiscali. Inoltre la possibilità di conferire ad una SIIQ il patrimonio del Fondo in fase di liquidazione, facilita la mobilità dei capitali all'interno del mercato, attirando maggiormente gli investitori esteri. Infine si ritiene che l'interconnessione che si stabilisce tra le SIIQ e i Fondi con la nuova normativa è la possibilità auspicata da tutti per il rilancio del mercato immobiliare italiano.

### 2.2.2 Le SICAF immobiliari

Al fine di completare l'analisi degli strumenti presenti sul mercato immobiliare italiano per effettuare un investimento indiretto, è necessario dare alcuni cenni relativi alla disciplina delle SICAF, introdotte nell'ordinamento italiano con il D.Lgs. 44/2014, in attuazione della Direttiva Europea AIFMD<sup>61</sup>. Le SICAF, Società di investimento a capitale fisso, vengono definite come un : *“Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi”*.<sup>62</sup> In particolare le SICAF immobiliari investono prevalentemente in immobili<sup>63</sup> secondo le disposizioni del codice civile, tuttavia il Decreto rimanda alla normativa civilistica senza specificare quali debbano essere le norme di riferimento, pertanto si ritiene<sup>64</sup> che esse debbano rispettare gli stessi limiti previsti per i Fondi Immobiliari.<sup>65</sup>

Con l'introduzione di tale strumento, il Legislatore ha voluto introdurre un'ulteriore tipologia di OICR, che a differenza del Fondo Immobiliare, ha natura societaria e non contrattuale.<sup>66</sup> Avendo natura societaria, la gestione del patrimonio può essere affidata alla società stessa (SICAF autogestita), oppure in alternativa può essere demandata a un intermediario finanziario (SICAF eterogestita), così come è previsto per i Fondi di investimento.

Per quanto riguarda il regime fiscale, l'art.9 del D. Lgs. n.44/2014 rimanda espressamente alla disciplina dei Fondi Immobiliari per le SICAF immobiliari, e a quella delle SICAV per quelle che vengono classificate come non immobiliari. Tuttavia al comma 3 del suddetto

---

<sup>61</sup> Direttiva 2011/61/UE in materia di Alternative Investment Fund Managers (c.d. AIFMD)

<sup>62</sup> Art.1, comma 1, lettera ibis del TUF introdotta con il D. Lgs. n.44/2014

<sup>63</sup> Art. 9 del D.Lgs. n.44/2014

<sup>64</sup> Assoimmobiliare, *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*, Franco Angeli, 2015

<sup>65</sup> Tali limiti vengono sommariamente esposti alle pagine 64-66 di questo lavoro di tesi

<sup>66</sup> Galano R., *SIIQ, SICAF e Fondi Immobiliari: strumenti finanziari a confronto*, 21 maggio 2015

articolo, viene specificato che le SICAF immobiliari e non, sono soggetti IRAP, a differenza dei fondi; e che il calcolo della base imponibile deve essere effettuato come differenza tra le commissioni attive di sottoscrizione e le commissioni passive dovute ai soggetti sottoscrittori. Tenuto conto delle caratteristiche di tali società, è possibile affermare che il Legislatore ha introdotto un nuovo strumento alternativo ai Fondi. In particolare, al pari delle SIIQ, le SICAF potrebbero essere utilizzate per la dismissione del patrimonio dei fondi in fase di liquidazione. Inoltre essendo qualificate come società, e non patrimoni autonomi come i Fondi, possono garantire agli investitori la possibilità di partecipare alle decisioni strategiche riguardanti le attività della società stessa. Volendo effettuare un breve confronto con le SIIQ, pur essendo entrambe società per azioni, le SICAF non hanno obbligo di quotazione, oltre a non dover rispettare i limiti stringenti posti in capo alle SIIQ. Inoltre essendo classificate come OICR, sono soggette alla duplice vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, mentre è stato chiarito dal comma 119ter che le SIIQ non sono OICR, pertanto sono soggette esclusivamente alla vigilanza della Consob.

Con quest'ultimo paragrafo si chiude il capitolo relativo ai principali strumenti presenti nel contesto immobiliare internazionale ed italiano. Da tale analisi si desume che l'obiettivo principale del Legislatore è quella di armonizzare la normativa italiana a quella internazionale, come abbiamo sottolineato più volte nel corso di questo capitolo, prevedendo una gamma di strumenti adatta a soddisfare le esigenze di tutte le tipologie di investitori. Per fare ciò si è ispirato alle normative degli altri Paesi, che come abbiamo potuto notare dalla nostra analisi presentano caratteristiche differenti tra di loro, pur essendo accomunate da una serie di elementi cardini. Basti pensare ai *Reits* americani, che hanno ispirato le normative francesi, italiane, tedesche etc. Per quanto riguarda il contesto italiano, date le novità introdotte durante il 2014, è auspicabile un maggiore utilizzo delle SIIQ e delle SICAF, alternative ai soli Fondi Immobiliari. Tuttavia è necessario attendere la reazione del mercato a tali novità per poter comprendere se tali strumenti hanno destato l'interesse sperato, al fine di ottenere una ripresa del settore immobiliare italiano.

## **Capitolo 3: la valutazione degli immobili con i Principi Contabili Internazionali**

Nei capitoli precedenti di questo lavoro di tesi abbiamo focalizzato la nostra attenzione prima, sullo strumento SIIQ in quanto tale, andando a definire i requisiti per poter usufruire del regime e la normativa fiscale di riferimento, cercando di prendere in considerazione tutti gli aspetti salienti della normativa e quali cambiamenti sono stati apportati dalla Riforma; poi, sul contesto in cui tale strumento viene collocato, in particolar modo concentrandoci su analoghi veicoli societari presenti in realtà più o meno vicine alla nostra (Reits statunitensi, SIIC francesi e G-Reits tedeschi) e su quelli presenti nello scenario immobiliare italiano (Fondi Immobiliari e SICAF). Tale premessa era d'obbligo al fine di poter avere tutte le informazioni necessarie per poter capire il funzionamento dello strumento e la sua effettiva collocazione sul mercato. Detto ciò, in questo terzo capitolo, andremo ad analizzare come una SIIQ valuta gli immobili all'interno del proprio bilancio. Come più volte ripetuto, vi è l'obbligo di redigere il bilancio secondo i Principi Contabili Internazionali, pertanto la nostra analisi si focalizzerà su quest'ultimi.

In primo luogo, daremo brevi cenni sui criteri generali di redazione del bilancio secondo i Principi Contabili Internazionali, di modo da poter avere una cornice all'interno della quale analizzare i Principi che sono di nostro interesse. È naturale che ogni società ha l'obbligo di redigere il bilancio secondo tutti i Principi, tuttavia in questo lavoro di tesi ne prenderemo in considerazione solo alcuni, in particolare quelli che si riferiscono al trattamento contabile degli immobili, in quanto quest'ultimi rappresentano la componente principale dei bilanci delle SIIQ, essendo società *ad hoc* per la gestione delle locazioni degli immobili.

In secondo luogo, ci soffermeremo sui Principi Contabili che vengono utilizzati per la valutazione degli immobili:

- IAS 16, relativo alle immobilizzazioni materiali;
- IAS 17, relativo al leasing;
- IAS 40, che tratta il tema degli investimenti immobiliari
- e infine l'IFRS 5, in relazione al comportamento che la società deve avere rispetto agli immobili destinati alla vendita.

Infine, dopo aver analizzato ciascun principio sul piano teorico, andremo ad esporre come effettivamente viene realizzata la valutazione degli immobili da parte di Beni Stabili Spa

SIIQ, una delle poche società che hanno aderito al regime SIIQ, di modo da poter verificare praticamente l'utilizzo dei principi contabili internazionali per la redazione del bilancio di una società.

### **3.1 Framework dei Principi Contabili Internazionali**

Durante lo sviluppo di questo lavoro di tesi, abbiamo più volte ripetuto che tra gli obiettivi cardini del Legislatore ci sia l'armonizzazione della normativa, al fine di consentire la possibilità di equiparare strumenti utilizzati in diversi Paesi. Tale bisogno, non è tipico del contesto giuridico, in quanto lo stesso fenomeno si è verificato per quanto riguarda i Principi Contabili. In Italia l'OIC, l'Organismo Italiano di Contabilità, si è sempre occupato della predisposizione dei Principi Contabili, in linea con le disposizioni del codice civile<sup>1</sup> per la redazione del bilancio civilistico e con quelle del D. lgs. 197/1991 per il bilancio consolidato. Tuttavia nel corso degli anni si è manifestata l'esigenza di dover utilizzare gli stessi principi contabili per la redazione dei bilanci di imprese operanti in diversi Stati, al fine di poter equiparare la reportistica contabile delle stesse, soprattutto in relazione al diffondersi delle imprese multinazionali. Nell'ultimo decennio perciò, si è cercato di armonizzare le regole contabili a livello internazionale, per convergere verso una normativa di riferimento uniforme: i Principi Contabili Internazionali, c.d. IAS-IFRS.

Al fine di realizzare l'armonizzazione dei Principi Contabili, la Comunità Europea ha emanato il Regolamento n. 1606/2002, meglio noto come Regolamento IAS, attraverso il quale obbliga le società quotate sui mercati regolamentati UE alla redazione del bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS. Accanto a tale obbligo vi è la facoltà per ogni Stato membro UE di prescrivere o autorizzare l'adozione dei principi IAS-IFRS anche per il bilancio d'esercizio, per quanto riguarda le società quotate; e per il bilancio d'esercizio e quello consolidato per le altre società.<sup>2</sup> Tale regolamento è stato recepito in Italia con il D.Lgs. 38/2005. Onde evitare di confondersi sugli obblighi e le facoltà, e in capo a quali società permangono, la tabella che segue mostra un quadro riassuntivo della situazione:

---

<sup>1</sup> Art. 2423-2435bis

<sup>2</sup> [www.fondazionenazionalecommercialisti.it](http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it)

| TIPOLOGIE SOCIETARIE                                                                                                                                                                                                                                          | BILANCIO CONSOLIDATO | BILANCIO DI ESERCIZIO                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Società quotate diverse dalle imprese di assicurazione                                                                                                                                                                                                        | Obbligo dal 2005     | Facoltà nel 2005<br>Obbligo nel 2006                                                                                                                                                                           |
| Società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico                                                                                                                                                                                                   | Obbligo dal 2005     | Facoltà nel 2005<br>Obbligo nel 2006                                                                                                                                                                           |
| Banche italiane, società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari iscritti nell'albo, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio, società finanziarie iscritte nell'elenco speciale, istituti di moneta elettronica             | Obbligo dal 2005     | Facoltà nel 2005<br>Obbligo nel 2006                                                                                                                                                                           |
| Imprese di assicurazione                                                                                                                                                                                                                                      | Obbligo dal 2005     | Obbligo dal 2006 ma solo se quotate e se non redigono il consolidato                                                                                                                                           |
| Società incluse nel bilancio consolidato redatto dalle società precedenti (lettere a-d), diverse da quelle indicate alle lettere precedenti (lettere a-d) e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435-bis, cod. civ.) | Facoltà dal 2005     | Facoltà dal 2005                                                                                                                                                                                               |
| Società che redigono il bilancio consolidato, diverse da quelle indicate alle lettere precedenti (lettere a-e) e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435-bis, cod. civ.)                                            | Facoltà dal 2005     | Facoltà dal 2005, solo se esercitano la facoltà di redigere il bilancio consolidato dal 2005                                                                                                                   |
| Le società rimanenti, diverse da quelle indicate alle lettere precedenti (lettere a-f) e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435-bis, cod. civ.)                                                                    | -----                | Facoltà dal 2005, se controllate dalle società di cui alla lettera f), altrimenti facoltà subordinata all'emanazione di un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze e del Ministero della giustizia |

Fonte: Documento n.23 del 25 Luglio 2005: L'APPLICAZIONE DEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI (IAS/IFRS) IN ITALIA  
Disciplina aggiornata dopo il D.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38. Osservatorio Principi Contabili Internazionali, Fondazione Luca Pacioli

Da tale tabella risulta che in relazione alle differenti tipologie societarie, scatta in capo a quest'ultime un obbligo o una facoltà di redazione del bilancio secondo gli IAS-IFRS, sottolineando come siano obbligate quelle società di particolari dimensioni, come quelle che hanno strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, o di particolare interesse pubblico, come le banche e le assicurazioni. In relazione a ciò che è di nostro interesse, le SIIQ rientrano nelle società quotate pertanto hanno l'obbligo di redazione del bilancio d'esercizio e di quello consolidato secondo i Principi Contabili Internazionali.

I Principi Contabili Internazionali IAS-IFRS sono redatti dallo IASB, *International Accounting Standards Board*, il quale opera dal 2001, avendo sostituito il precedente IASC (*International Accounting Standard Committee*), operante dal 1973. Per questo motivo abbiamo due acronimi differenti, in quanto gli IAS, *International Accounting Standards*, sono stati emanati dallo IASC, mentre gli IFRS, *International Financial Reportings Standards*,

dall'attuale IASB. Il fatto che lo IASB si sia occupato dell'armonizzazione dei Principi Contabili a partire dagli anni '70, sottolinea come l'armonizzazione e la comparabilità dei bilanci a livello internazionale, non siano obiettivi recenti, ma una necessità che si manifesta da svariati decenni. Lo IASB ha sede a Londra e attualmente conta più di 100 Paesi aderenti tra cui la Francia, il Regno Unito, la Germania, l'Italia ma anche l'Australia, gli Stati Uniti, il Giappone e il Messico. Esso è un ente privato, pertanto i principi contabili redatti dallo stesso non sono vincolanti come le disposizioni legislative, tuttavia l'autorevolezza e l'appoggio di organismi internazionali, come l'OCSE, hanno permesso la diffusione dell'applicazione degli stessi in tutto il mondo.

Infine per quanto riguarda la struttura possiamo identificare: un *Board*, che ha come obiettivi quello di redigere nuovi principi e revisionare quelli già redatti; uno *Standard Advisory Council*, che ha prevalentemente funzioni consultive in relazione ai principi di futura emissione; e infine l'*International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC)*<sup>3</sup>, che non è un organo proprio dello IASB, ma una fondazione presente al suo interno, la quale si occupa dell'interpretazione dei principi precedentemente redatti al fine di colmare eventuali lacune.

Dopo questo breve excursus storico, andremo a soffermarci sul *Framework* degli IAS-IFRS: lo IAS 1, il quale ha come finalità da un lato, quella di fornire agli utilizzatori una base per l'interpretazione delle informazioni di bilancio e dall'altro, quella di assistere i revisori nel verificare se i principi contabili vengono effettivamente rispettati. Questa breve analisi ci sarà utile per capire effettivamente quali sono le differenze tra il bilancio redatto secondo i principi civilistici e quello che invece tiene conto dei principi contabili internazionali e di conseguenza perché si è preferito che le società quotate adottassero quest'ultimi.

La **struttura** del principio prevede:

1. clausola generale, cioè il principio della rappresentazione veritiera e corretta che però viene vista come condizione al fine di ottenere una corretta informativa di bilancio, non come il fine dello stesso come stabilito dai principi contabili nazionali;
2. assunti fondamentali, ovvero due principi che devono essere sempre presi in considerazione durante un'analisi: la competenza, cioè rilevare le operazioni quando si verificano e nell'esercizio a cui si riferiscono; il *going concern*, ovvero l'assunzione

---

<sup>3</sup> Tale Comitato era precedente denominato SIC, Standing Interpretation Committee.

che l'impresa opera in un'ottica di funzionamento e non di liquidazione. Tali principi sono presenti anche nell'ordinamento civilistico all'art.2423bis.

3. Caratteristiche qualitative, che possono essere suddivise in quelle che vengono considerate fondamentali tra cui: comprensibilità, significatività, attendibilità e comparabilità. E quelle secondarie: rappresentazione fedele, prudenza, completezza, neutralità, prevalenza della sostanza sulla forma, rilevanza e neutralità. Anche in questo caso alcuni dei principi non sono contemplati dall'ordinamento italiano (come ad esempio la neutralità), mentre ad altri viene data maggiore rilevanza in uno piuttosto che nell'altro ordine di principi. Tutto ciò ha come conseguenza il fatto che i principi contabili internazionali rendono la redazione del bilancio più flessibile.

I **documenti** che devono essere redatti secondo lo IAS 1 sono:

- Stato patrimoniale,
- Conto economico,
- Rendiconto finanziario,
- Conto del patrimonio netto,
- Nota esplicativa.

Come sappiamo i principi contabili nazionali prevedono solo 3 documenti: stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa e ciò rende l'informativa secondo i principi contabili internazionali più articolata, con la conseguenza che per le grandi imprese è preferibile fare riferimento a quest'ultimi, di modo da poter controllare tutti gli elementi.

Anche per quanto riguarda i **soggetti destinatari** del bilancio è da sottolineare come nei principi contabili internazionali si faccia riferimento agli stakeholders in generale, cioè a tutti coloro che sono interessati (investitori, dipendenti, finanziatori, clienti, enti pubblici, il pubblico in generale) in quanto vige il principio di neutralità al fine di non privilegiare una classe di soggetti piuttosto che un'altra. Al contrario nei principi nazionali unici destinatari del bilancio sono i creditori, non essendo considerato il principio della neutralità.

Un'ulteriore aspetto di diversità, che si ritiene sia uno di quelli che vada più ad impattare sulla categoria degli immobili da noi presa in considerazione, è quello della **valutazione**. Lo IAS 1 stabilisce l'esistenza di quattro criteri: costo storico, costo corrente, valore di realizzo e valore attuale. Viene così introdotto il concetto di *fair value*, cioè "il corrispettivo al quale

*un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti*”<sup>4</sup>. Inoltre non vige la regola per la quale il valore di realizzo viene considerato come criterio di valutazione esclusivamente se inferiore al costo storico, ma anche qualora superiore, in virtù del fatto che la prudenza viene considerata come caratteristica qualitativa secondaria. Al contrario la disciplina civilistica definisce il principio del costo storico come principio base e quello del valore di realizzo, esclusivamente se minore del costo stesso.

Questa probabilmente è la più grande differenza che intercorre tra i due ordini di principi, in relazione al fatto che la possibilità di utilizzare più criteri di valutazione per la redazione del bilancio secondo i principi contabili internazionali ha come diretta conseguenza la configurazione di un reddito potenziale, e non distribuibile come nel caso del bilancio civilistico. Pertanto l’ottica dell’informativa di bilancio passa dall’essere storica, ad essere prospettica.<sup>5</sup> Nella tabella che segue sono sintetizzate le principali differenze fra i principi IAS-IFRS e quelli nazionali, di modo da poterle tenere a mente durante lo svolgimento del lavoro.

| <b>Codice Civile</b>     | <b>IAS/IFRS</b>     |
|--------------------------|---------------------|
| Destinatari del Bilancio |                     |
| Creditori Sociali        | Operatori Economici |
| Documenti contabili      |                     |
| Due Pilastri             | Tre Pilastri        |
| Principi Generali        |                     |
| Prudenza/Competenza      | Competenza/Prudenza |
| Forma/Sostanza           | Sostanza/Forma      |
| Costo                    | Fair Value          |
| Reddito Distribuibile    | Reddito Potenziale  |

Fonte: Di Lazzaro F., *La performance del valore*, Giappichelli Editore, 2013 p. 63

<sup>4</sup> IFRS 13

<sup>5</sup> L’analisi qui condotta in relazione alle differenze tra IAS-IFRS e Principi Nazionali è stata effettuata utilizzando: Di Lazzaro F., *La performance del valore*, Giappichelli Editore, 2013 e Pinto E., Materiali Didattici in <http://docenti.luiss.it/pinto/previous-years/courses-2014-2015/international-accounting-principles-ifs-principi-contabili-internazionali-ifs/course-materials-2/>

### 3.2 IAS 16: Property, plant and equipment

Il primo principio che andremo ad analizzare è lo IAS 16, denominato *Property, plant and equipment*, che analizza il trattamento contabile delle Immobilizzazioni Materiali, secondo i Principi Contabili Internazionali. Esso si applica agli immobili, agli impianti e ai macchinari, che vengono definiti come quei beni:

1. Tangibili;
2. Che vengono utilizzati nella produzione di beni e servizi, che vengono locati per uso proprio o a terzi;
3. Il cui uso non si esaurisca in un singolo esercizio.

La **finalità** di tale Principio è *“quella di definire il trattamento contabile per immobili, impianti e macchinari così che gli utilizzatori del bilancio possano distinguere le informazioni relative agli investimenti in immobili, impianti e macchinari dell’entità e le variazioni in tali investimenti.”* e soprattutto cercare di risolvere le problematiche legate alla contabilizzazione di quest’ultimi che sono prevalentemente *“la rilevazione delle attività, la determinazione dei loro valori contabili, delle quote di ammortamento e delle perdite per riduzione di valore che sono rilevati in relazione a essi.”*<sup>6</sup>

Tale Principio viene applicato a meno che un altro Principio non richieda un trattamento contabile diverso da quello disciplinato dallo IAS 16, si va a definire così l’**ambito di applicazione** per il quale abbiamo 4 esenzioni e 2 casi particolari.

Il principio infatti non si applica a:

1. Immobili, impianti e macchinari classificati come posseduti per la vendita in conformità all’IFRS 5, *Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate*;
2. Attività biologiche connesse all’attività agricola (disciplinati dallo IAS 41 *Agricoltura*);
3. Diritti e riserve minerari quali petrolio, gas naturale e simili risorse naturali non rigenerabili;
4. Diritti e riserve minerari quali petrolio, gas naturale e simili risorse non rinnovabili.

---

<sup>6</sup> IAS 16: *Property, plant and equipment*

Per quanto riguarda i casi particolari facciamo riferimento allo IAS 17, relativo al Leasing e allo IAS 40, relativo agli Investimenti Immobiliari, dei quali ci occuperemo successivamente.

Il Principio continua esplicando come deve essere effettuata la **rilevazione iniziale** del bene, stabilendo che il costo deve essere rilevato solo se sussistono due condizioni, ovvero la determinazione attendibile del costo e che ci sia la probabilità che i futuri benefici economici affluiranno al bene stesso. Il momento rilevante è quello in cui vengono trasferiti i rischi e i benefici, e non quello del trasferimento del titolo di proprietà come accade secondo i Principi Contabili Nazionali, inoltre la rilevazione iniziale deve essere effettuata al costo.

Il costo include:

il prezzo d'acquisto + dazi + tasse + costi sostenuti per il trasporto e la messa in funzione del bene + i costi stimati per lo smantellamento.

Sono invece da non includere nella misurazione del costo: le spese generali amministrative, i costi legati ad un nuovo impianto, i costi di addestramento del personale, ecc. La rilevazione dei costi iniziali cessa nel momento in cui il bene si trova nel luogo e nelle condizioni congeniali al suo funzionamento.

Successivamente vengono analizzati i costi successivi a quelli iniziali, in particolare:

- I costi di manutenzione ordinaria vengono rilevati a conto economico nel momento in cui vengono sostenuti, in quanto non possono essere capitalizzati;
- I costi legati a sostituzioni a intervalli regolari relativi al bene sono capitalizzati se i criteri di rilevazione sono soddisfatti (si fa riferimento alla due condizioni di cui sopra);
- I costi legati a verifiche regolari relative al bene sono capitalizzati se i criteri di rilevazione sono soddisfatti.

Per quanto riguarda la **misurazione iniziale**, viene stabilito che *“il costo di un elemento di immobili, impianti e macchinari è l'equivalente prezzo per contanti alla data di rilevazione. Se il pagamento è differito oltre le normali condizioni di credito, la differenza tra l'equivalente prezzo per contanti e il pagamento totale è rilevato come interesse sul periodo di finanziamento, a meno che tale interesse non sia capitalizzato secondo quanto previsto*

dallo IAS 23.<sup>7</sup> Caso specifico poi, è quello della permuta, cioè quando l'acquisto di un bene viene effettuato mediante attività non monetarie. In questo caso il costo delle attività non monetarie è valutato a *fair value*, a meno che la permuta non sia considerata commerciale<sup>8</sup> oppure quando il fair value non è oggettivamente quantificabile.

Successivamente alla rilevazione e alla misurazione iniziale, vengono definite le modalità di **valutazione successiva alla rilevazione iniziale**. Il Principio stabilisce due metodi alternativi:

- il metodo del costo
- il metodo della rideterminazione del valore

La scelta è esclusivamente a discrezione dell'impresa, posto che il calcolo del *fair value* sia attendibile, in caso contrario l'impresa sarà obbligata ad utilizzare il metodo del costo. Inoltre in entrambi i casi i metodi devono essere applicati all'intera classe dei beni.

Il metodo del costo prevede l'iscrizione del bene al costo al netto degli ammortamenti e delle perdite per riduzione di valore. Il metodo della rideterminazione del valore, invece, si basa sulla valutazione a *fair value*, esclusivamente qualora quest'ultima sia attendibile, al netto degli ammortamenti e delle perdite. Il *fair value* alla data della rideterminazione del valore viene determinato da perizie di professionisti, oppure qualora il mercato relativo a quel bene non sia sufficientemente sviluppato o qualora il bene sia piuttosto raro, vengono utilizzati metodi di valutazione basati sui flussi di reddito oppure sul costo di sostituzione ammortizzato. La frequenza con la quale devono essere effettuate le rideterminazioni di valore dipende dalle oscillazioni del valore dei singoli beni e soprattutto in relazione a quanto effettivamente il *fair value* si discosti dal costo, varia comunque da uno a cinque anni.

La rideterminazione del valore può causare aumento o diminuzione del valore in bilancio del bene, comportando in entrambi i casi movimentazioni del conto economico, della riserva di rivalutazione o di entrambi. Nel caso ci sia un incremento del valore, se non ci sono precedenti svalutazioni, quest'ultimo viene imputato a riserva di rivalutazione; tuttavia qualora ci sia una precedente svalutazione in conto economico, l'incremento va a compensare

---

<sup>7</sup> IAS 16: Property, Plant and Equipment

<sup>8</sup> "Una permuta ha sostanza commerciale se: a) la configurazione dei flussi finanziari dell'attività ricevuta differisce significativamente da quella dell'attività trasferita; ovvero b) il valore specifico per l'entità con riferimento alla parte delle sue attività interessate cambia significativamente in seguito alla permuta; e c) la differenza in (a) o (b) è significativa in merito al fair value delle attività scambiate." In Pinto E., Materiali Didattici in <http://docenti.luiss.it/pinto/previous-years/courses-2014-2015/international-accounting-principles-ifrs-principi-contabili-internazionali-ifrs/course-materials-2/>

prima la svalutazione in conto economico e per l'eventuale eccedenza viene imputato a riserva di rivalutazione. Analogamente, nel caso ci sia un decremento di valore, se non c'è riserva di rivalutazione, viene imputato interamente a conto economico; qualora ci sia una precedente riserva accantonata a patrimonio netto, il decremento va a decurtare prima la riserva di rivalutazione e poi l'eventuale eccedenza viene imputata a conto economico. Infine qualora venga utilizzato il metodo della rideterminazione del valore, è necessario fornire in nota integrativa una serie di informazioni supplementari come ad esempio: la data della rideterminazione, il valore contabile con il metodo del costo corrispondente ad ogni classe di immobili, se è stato assunto un perito indipendente per la valutazione, ecc.

Sia nel caso in cui l'impresa scelga il metodo del costo, che quello della rideterminazione del valore, è necessario ammortizzare i beni, cioè il valore del bene deve essere considerato in relazione alla sua vita utile. In base a quest'ultima, in ogni periodo di ammortamento una parte del valore, detta quota di ammortamento, viene decurtata dal valore complessivo del bene secondo il criterio di **ammortamento** prescelto. La quota di ammortamento viene poi imputata a conto economico. Alla fine di ogni esercizio è necessario verificare il valore residuo del bene, la vita utile e se i criteri di ammortamento sono congrui. I PCI prevedono l'utilizzo del cd "*Component Approach*", un metodo secondo il quale è possibile suddividere il costo totale del bene in relazione alle parti che lo compongono, così qualora quest'ultime abbiano vite utili differenti, potranno essere calcolate tante quote di ammortamento quante sono le componenti del bene che vengono considerate.

I criteri di ammortamento previsti dal Principio sono:

1. Il metodo a quote costanti, secondo il quale la quota di ammortamento è costante in ogni esercizio per l'intera vita utile del bene;
2. il metodo a quote proporzionali ai valori residui, per il quale le quote di ammortamento sono decrescenti;
3. il metodo per unità di prodotto, per il quale le quote vengono calcolate in relazione alla produzione ottenuta dal bene.

Il criterio deve essere scelto in relazione "*alle modalità con le quali si suppone che i benefici economici futuri del bene siano utilizzati dall'entità.*"<sup>9</sup> Inoltre i criteri devono essere rivisti in ogni esercizio, al fine di verificare se devono essere apportati modifiche al criterio utilizzato.

---

<sup>9</sup> IAS 16: Property, Plant and Equipment

Il Principio conclude definendo come contabilizzare l'**eliminazione** del bene dal bilancio. Innanzitutto l'eliminazione deve avvenire o in seguito alla dismissione del bene, o quando non sono attesi benefici economici futuri dall'utilizzo del bene stesso. Tale operazione può comportare un utile o una perdita. Se la differenza tra il corrispettivo e il valore contabile è positiva avremo un utile, in caso contrario una perdita. In entrambi i casi l'imputazione è a conto economico, con la specifica che gli utili non devono essere classificati come ricavi.

### 3.3 IAS 17: Leasing

Tra i casi particolari che abbiamo elencato nel paragrafo precedente, il primo che andremo ad analizzare è quello dei beni oggetto di leasing, disciplinato dallo IAS 17, e in particolar modo sui beni oggetto di leasing finanziario, per i quali la valutazione si basa sul trasferimento dei rischi e dei benefici dal locatore al locatario; mentre nel prossimo paragrafo ci focalizzeremo sugli investimenti immobiliari, disciplinati dallo IAS 40. I Principi contabili internazionali infatti, vanno ad analizzare singolarmente le diverse fattispecie anziché fornire metodi generali da applicare a tutte le tipologie di beni e per ognuna prevede diversi trattamenti contabili.

Prima di analizzare il Principio, è bene ricordare cosa si intende per leasing. Il leasing è un particolare tipo di contratto per il quale il locatore trasferisce al locatario (o conduttore) il diritto ad utilizzare un determinato bene per un periodo di tempo prestabilito, in cambio di uno o più pagamenti, in questo modo la proprietà rimane in capo al locatore ma il diritto al godimento del bene è del locatario. Detto ciò, la **finalità** principale del Principio è definita all'interno del documento come quella di *“definire, per locatari e locatori, il trattamento contabile appropriato e l'informazione integrativa per le operazioni di leasing”*<sup>10</sup>.

Anche in questo caso va definito l'**ambito di applicazione**, pertanto possiamo classificare il leasing in:

1. Leasing finanziario: *è un leasing che trasferisce sostanzialmente tutti i rischi e i benefici derivanti dalla proprietà del bene. Il diritto di proprietà può essere trasferito o meno al termine del contratto*<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> IAS 17: leasing

<sup>11</sup> IAS 17: leasing, ambito di applicazione

2. Leasing operativo: in tutti i casi in cui non rientra nella definizione di leasing finanziario.
3. Leasing non annullabile: è una tipologia particolare di leasing che può essere annullata esclusivamente quando ricorrono particolari condizioni, come ad esempio eventualità remote, o con autorizzazione del locatore, o ancora se viene stipulato un nuovo contratto di leasing tra il locatore e il locatario per il medesimo bene.

Sono previste poi una serie di casi in cui il principio non può essere applicato in quanto è prevista l'applicazione di un principio diverso, come nel caso dello IAS 40, relativo agli investimenti immobiliari oppure dello IAS 41, relativo all'Agricoltura. Inoltre non si applica alle operazioni di leasing per l'esplorazione e l'estrazione di minerali e ai contratti di concessione di licenza che hanno per oggetto film, spettacoli, brevetti, ecc.

La classificazione all'interno di una specifica categoria deve essere effettuata all'inizio del periodo di leasing e qualsiasi modifica è da intendersi come un nuovo contratto stipulato tra le medesime parti. La discriminante per classificare il contratto di leasing come finanziario o operativo è il trasferimento di rischi e benefici, intendendo per rischi le perdite legate all'obsolescenza del bene o al mancato utilizzo dello stesso, mentre i benefici sono identificati da un giusto utilizzo del bene durante la vita economica e a eventuali utili connessi a rivalutazione dello stesso. Il Principio sottolinea come la classificazione debba avvenire secondo la prevalenza della sostanza economica sulla forma, e ciò è coerente con l'analisi preliminare che abbiamo svolto all'inizio di questo capitolo.

Per quanto riguarda la data di inizio del contratto, si considera quella a partire dalla quale il locatario è autorizzato ad esercitare i propri diritti, mentre la durata deve essere stabilita tra le parti all'interno del contratto stesso.

Un caso particolare è quello in cui oggetto del leasing siano terreni e fabbricati, in quanto la società ha l'obbligo di valutare distintamente la classificazione dei beni in leasing finanziario o operativo. In particolare, *“ogniqualevolta risulti necessario classificare e contabilizzare un leasing di terreni e fabbricati, i pagamenti minimi dovuti per il leasing (incluso qualsiasi pagamento anticipato in un'unica soluzione) sono suddivisi tra gli elementi terreno e fabbricato in proporzione ai relativi fair value (valori equi) dei diritti di possesso in leasing degli immobili locati degli elementi terreno e fabbricato del leasing all'inizio del contratto di leasing. Se non è possibile suddividere attendibilmente i pagamenti dei canoni tra questi due elementi, l'intero leasing è classificato come un leasing finanziario, a meno che non sia*

*evidente che entrambi gli elementi sono leasing operativi, nel quale caso l'intero leasing è classificato come leasing operativo.*"<sup>12</sup> Come vedremo tale distinzione non è necessaria quando la valutazione è effettuata secondo lo IAS 40.

Dopo questa panoramica generale, è necessario effettuare una distinzione secondo 2 variabili. Prima di tutto se il bilancio a cui facciamo riferimento è quello del locatore o del locatario secondo poi, se il contratto è classificato come leasing operativo o finanziario.

## **BILANCIO DEL LOCATARIO**

In un contratto di leasing finanziario, il locatario ha l'obbligo, alla data di inizio del contratto, di rilevare l'operazione in bilancio, contabilizzando le attività e le passività derivanti dal contratto stesso. La *ratio* di tale rilevazione sta nel fatto che si predilige la sostanza rispetto alla forma, pertanto anche quando non vi è il passaggio della proprietà da un soggetto all'altro, vi è l'obbligo per il locatario di considerare i pagamenti effettuati in Stato Patrimoniale e non in Conto Economico, al fine di non distorcere il calcolo degli indici, sottostimando le attività. Tale **rilevazione iniziale** viene effettuata:

- Al *fair value* del bene locato;
- Oppure se inferiore, al valore attuale dei pagamenti minimi<sup>13</sup>, determinati all'inizio del periodo secondo il tasso di interesse implicito del leasing<sup>14</sup> stesso.

Per quanto riguarda le **valutazioni successive**, i pagamenti minimi dovranno essere suddivisi in "costi finanziari" e "riduzione del debito residuo". In particolare i costi finanziari devono essere ripartiti tra gli esercizi in maniera tale che si ottenga un tasso di interesse costante sulla passività residua. E poi in ogni esercizio ci deve essere la riduzione del debito residuo, rilevando i costi negli esercizi in cui sono sostenuti.

---

<sup>12</sup> IAS 17: leasing

<sup>13</sup> "I pagamenti minimi dovuti per il leasing sono i pagamenti richiesti o che possono essere richiesti al locatario nel corso della durata del leasing esclusi i canoni potenziali di locazione, costi per servizi e imposte che devono essere pagati dal locatore ed essere a lui rimborsati, insieme a:

(a) con riferimento al locatario, qualsiasi importo garantito dal locatario o da un terzo a lui collegato; o

(b) con riferimento al locatore, qualsiasi valore residuo garantito al locatore da:

(i) il locatario;

(ii) un terzo collegato al locatario; o

(iii) una terza parte non collegata al locatore avente la capacità finanziaria di soddisfare gli impegni in garanzia." IAS 17

<sup>14</sup> "Il tasso di interesse implicito del leasing è il tasso di attualizzazione che, all'inizio del leasing, fa sì che il valore attuale complessivo di (a) i pagamenti minimi derivanti dal leasing e (b) il valore residuo non garantito sia uguale alla somma di (i) il fair value (valore equo) del bene locato e (ii) gli eventuali costi diretti iniziali del locatore." IAS 17

Infine il principio disciplina l'**ammortamento** per quanto riguarda i beni oggetto di un contratto di leasing finanziario da contabilizzare nel bilancio del locatario. Il criterio di ammortamento deve essere in linea con quello utilizzato per i beni di proprietà, cioè secondo i criteri stabiliti dallo IAS 16<sup>15</sup>. In particolare, se al termine del leasing non è ragionevolmente certo che il locatario diventerà proprietario del bene, l'ammortamento deve avvenire nel più breve tempo possibile, andando a considerare la vita utile del bene e la durata del leasing stesso.

In un contratto di leasing operativo, il locatario ha l'obbligo di rilevare i pagamenti come costi a quote costanti a Conto Economico, a meno di criteri maggiormente rappresentativi del godimento del bene oggetto del contratto. In questo caso la *ratio* è opposta a quella del leasing finanziario: dato che non c'è la cessione dei rischi e dei benefici connessi al bene, sarebbe scorretto equiparare il bene oggetto di leasing ad un bene di proprietà, pertanto viene rilevato esclusivamente il costo a Conto Economico, e non le Attività e Passività derivanti dallo stesso nello Stato Patrimoniale come accade per il leasing finanziario.

## **BILANCIO DEL LOCATORE**

In un contratto di leasing finanziario, il locatore deve rilevare i beni concessi in leasing nei crediti all'interno dello Stato Patrimoniale, tale **rilevazione iniziale** deve avvenire ad un valore pari all'investimento netto:

|                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| (pagamenti minimi + valore residuo non garantito) attualizzato al tasso implicito del leasing |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|

All'interno dell'investimento netto del leasing vengono ricompresi anche i costi diretti iniziali come spese legali, commissioni, spese attribuibili direttamente al bene oggetto del contratto.

Le **valutazioni successive** devono essere effettuate utilizzando un tasso di rendimento periodico costante sull'investimento netto del locatore, in quanto i proventi finanziari devono essere ripartiti sull'intera durata del contratto e non su un esercizio piuttosto che su un altro. Eventuali perdite o utili devono poi essere rilevate in bilancio, secondo quanto stabilito dal Principio che viene rispettato per le Vendite.

---

<sup>15</sup> Vedi pag. 83

In un contratto di leasing operativo, il locatore deve rilevare il bene oggetto del contratto in Stato Patrimoniale, secondo la natura del bene. In questo caso i proventi devono essere rilevati a quote costanti; i costi e la quota di ammortamento vengono invece rilevati a Conto Economico, in particolare anche in questo il criterio di ammortamento da seguire è quello stabilito dallo IAS 16.

Il Principio conclude disciplinando il trattamento contabile della vendita e retrolocazione, per le quali bisogna sempre distinguere tra leasing finanziario ed operativo. Nel caso di leasing finanziario, se ci sono eccedenze del prezzo di vendita rispetto al valore contabile vanno rilevate durante la durata del leasing. Nel caso di leasing operativo invece, gli utili e le perdite vanno rilevati immediatamente, a meno che il prezzo di vendita non sia maggiore del *fair value*, allora in quel caso va differita.

### 3.4 IAS 40: Investment Property

In questo paragrafo andremo ad analizzare lo IAS 40, relativo agli investimenti immobiliari, in quanto è il secondo caso particolare che viene nominato dallo IAS 16 e che prevede una diversa valutazione rispetto alle immobilizzazioni materiali. Sebbene entrambi i principi disciplinino la stessa tipologia di oggetto, ovvero gli immobili, la ragione della diversa valutazione sta nella finalità. Infatti lo IAS 40 specifica che il principio ha come **finalità** quello di “*definire il trattamento contabile degli investimenti immobiliari e le connesse disposizioni informative*”<sup>16</sup>. In sostanza mentre lo IAS 16 si occupa di quegli immobili che sono funzionali all’attività d’impresa (come ad esempio la sede amministrativa della società), lo IAS 40 rileva ai fini di quegli immobili strumentali, che sono posseduti esclusivamente ad uso investimento, ovvero per percepire i canoni di locazione derivanti dalla proprietà degli stessi. Anche in questo caso nel definire **l’ambito di applicazione**, lo IASB esclude che tale principio venga utilizzato per la rilevazione e valutazione di beni di natura biologica, a cui fa riferimento lo IAS 41 e diritti e riserve minerarie. Inoltre per le problematiche relative alla classificazione dei beni oggetto di leasing e la valutazione di tali operazioni si rimanda allo IAS 17<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> IAS 40: Investment Property

<sup>17</sup> Paragrafo 3.3: IAS 17: il leasing

Bisogna poi definire cosa rientra nella categoria di investimento immobiliare e cosa invece no. A tal proposito il principio elenca una serie di casi in cui l'immobile è da considerare ad uso investimento e in cui non lo è. Alcuni esempi<sup>18</sup> sono riportati nella tabella seguente:

| <b>IMMOBILIZZAZIONI DISCIPLINATE<br/>DALLO IAS 40</b>                                                                               | <b>IMMOBILIZZAZIONI DISCIPLINATE<br/>DA ALTRI PCI</b>                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Un terreno posseduto per un apprezzamento a lungo termine;                                                                          | Un immobile destinato alla vendita (IAS 2);                                  |
| Un terreno posseduto per un utilizzo futuro non ancora determinato;                                                                 | Un immobile costruito per conto di terzi (IAS 11);                           |
| Un edificio di proprietà della società che redige il bilancio oppure dato in locazione mediante un'operazione di leasing operativo; | Un immobile ad uso del proprietario (IAS 16);                                |
| Un edificio posseduto per essere locato;                                                                                            | Un immobile dato in locazione mediante un'operazione di leasing finanziario. |
| Un immobile costruito per essere utilizzato come investimento immobiliare.                                                          |                                                                              |

Detto ciò, possiamo analizzare come debba essere effettuata la **rilevazione iniziale** di un bene classificato come investimento immobiliare. Tale rilevazione deve essere effettuata esclusivamente se ricorrono due condizioni:

1. È probabile che i benefici economici connessi all'investimento immobiliare affluiranno all'entità;
2. Il costo dell'investimento immobiliare può essere valutato in maniera attendibile. Tale costo non solo deve tenere conto dei costi sostenuti inizialmente, ma anche di quelli successivi al momento iniziale, quelli di sostituzione o necessari per apportare migliorie; mentre non deve tenere conto di quelli di manutenzione ordinaria.

Il criterio utilizzato in sede di rilevazione iniziale è quindi esclusivamente quello del costo, ovvero del prezzo di acquisto relativo all'immobile, comprese le spese necessarie per acquisire l'immobile stesso<sup>19</sup>. Non devono essere ricompresi in tale costo: le spese di avvio, importi anormali di materiale perso o costi del personale.

<sup>18</sup> IAS 40: Investment Property

<sup>19</sup> Ad esempio il principio fa riferimento a compensi professionali per servizi legali, imposte per il trasferimento della proprietà e tutti i costi direttamente imputabili al trasferimento della proprietà.

Se il bene è oggetto di leasing la rilevazione iniziale deve essere effettuata al minore tra il *fair value* dell'immobile e il valore attuale dei pagamenti minimi dovuti per il leasing.

Inoltre anche nello IAS 40 così come nello IAS 16, si fa riferimento al caso in cui la controprestazione non sia monetaria oppure lo sia solo in parte. In tal caso il costo non può essere il prezzo d'acquisto, pertanto si dovrà fare riferimento al *fair value* del bene, purché sia determinato in maniera attendibile.

Per quanto riguarda le **valutazioni successive** a quella iniziale, l'entità può scegliere tra due criteri alternativi tra di loro:

- contabilizzazione al costo;
- contabilizzazione a *fair value*

Tale scelta viene effettuata per tutti gli investimenti immobiliari, pertanto non è possibile valutare parte degli investimenti al costo e parte a *fair value*, in quanto sarebbe contrario a quanto stabilito dal principio. E' possibile che si passi da un criterio all'altro, tuttavia il passaggio deve essere motivato in nota integrativa e si deve garantire il fine della rappresentazione corretta e attendibile. Per questo motivo, il principio predilige il criterio del *fair value* a quello del costo e in caso di scelta di quest'ultimo, è consigliata (ma non obbligatoria) una valutazione effettuata da un perito esterno, al fine di avere una valutazione imparziale.

Unica eccezione viene posta in al paragrafo 34 del Principio, per il quale "*Quando un interesse di un locatario in un bene immobiliare detenuto tramite un leasing operativo è classificato come un investimento immobiliare secondo il paragrafo 6, il paragrafo 30 non è facoltativo; il modello del fair value deve essere applicato.*"<sup>20</sup> In questo caso non vi è scelta, ma l'unico criterio applicabile è il *fair value*.

#### *Metodo del fair value*

Il metodo del *fair value* si basa sul valore equo del bene, come già detto in precedenza l'IFRS 3 si occupa sia di definire tale metodo, che di fornire una gerarchia di valori da considerare per l'applicazione del metodo stesso. Detto ciò dalla rideterminazione del valore possono derivare proventi o oneri, in questo caso andranno rilevati a Conto Economico. Oltre a tutto ciò che è stato già analizzato nella disamina del Principio IAS 16, c'è da sottolineare che nel caso del calcolo del *fair value* in relazione ad un investimento immobiliare si deve tenere

---

<sup>20</sup> IAS 40: Investment Property

conto dei ricavi che derivano dai canoni di locazione e soprattutto è necessario effettuare delle valutazioni in merito ai canoni di locazioni futuri, così da stimare il valore in modo corretto.

È possibile che le informazioni relative al mercato attivo a cui appartiene il bene non siano attendibili, allora in questo caso per utilizzare il metodo del fair value bisogna fare riferimento:

- ai prezzi correnti di immobili differenti da quelli oggetto dell'investimento immobiliare, ma opportunamente rettificati;
- ai prezzi recenti di immobili simili in mercati poco attivi, e anche in questo caso opportunamente rettificati;
- ai flussi finanziari opportunamente attualizzati, secondo un tasso di attualizzazione che tenga conto dei rischi relativi al mercato e alle tempistiche dei flussi finanziari.

Viene poi preso in considerazione il caso in cui il *fair value* non può essere determinato in quanto non ci sono operazioni comparabili o stime affidabili. In tal caso l'unico criterio applicabile è quello del costo. Solo se si tratta di investimento immobiliare in costruzione è possibile determinare il valore secondo il principio del costo fino a quando non sarà terminata la costruzione, e successivamente a *fair value*, qualora determinabile in maniera attendibile.

#### *Metodo del costo*

Qualora si scelga di applicare il metodo del costo, che come viene sottolineato anche dal Principio viene considerato come criterio residuale, si deve far riferimento allo IAS 16 oppure all'IFRS 5, per quanto riguarda gli immobili oggetto di vendita. Tale Principio sarà oggetto di studio nel prossimo paragrafo.

Prima di trattare della dismissione del bene, con cui si chiude il Principio, è necessario un breve cenno ai **cambiamenti di destinazione**, ovvero quando un bene viene qualificato come investimento immobiliare quando non lo era *ab origine* o viceversa.

In riferimento al cambiamento di destinazione, vengono considerati 4 casi:

1. il bene passa da investimento immobiliare a immobile ad uso del proprietario;
2. il bene passa da investimento immobiliare a rimanenza;
3. il bene passa da immobile ad uso del proprietario ad investimento immobiliare;
4. il bene passa da rimanenza ad investimento immobiliare.

Entrano in gioco 3 Principi, lo IAS 16, che disciplina gli immobili ad uso del proprietario; lo IAS 2, relativo alle rimanenze e lo IAS 40. In particolare in caso di applicazione del criterio

del costo, non ci saranno problemi, in quanto il cambio di destinazione non modifica il costo rilevato *ab origine*. In caso di applicazione del criterio del *fair value*:

- se si passa da investimento immobiliare a rimanenza o immobile ad uso del proprietario, il *fair value* viene parificato al costo per la successiva contabilizzazione, secondo lo IAS 2 e IAS 16;
- se si passa da immobile ad uso del proprietario a investimento immobiliare, si applica lo IAS 16 fino al cambio di destinazione, dopodiché si applicherà lo IAS 40. Qualsiasi variazione va trattata secondo le regole dello IAS 16;
- se si passa da rimanenza a investimento immobiliare, qualsiasi differenza deve essere imputata a conto economico.

Il Principio si chiude con la **dismissione** dell'investimento, qualora il bene oggetto di investimento immobiliare sia stato venduto oppure sia inutilizzato. In entrambi i casi è prevista la cancellazione dallo Stato Patrimoniale e il calcolo di eventuali Oneri/Proventi derivanti dalla dismissione, i quali vanno imputati a Conto economico nell'esercizio in cui avviene la dismissione. Tale valore è calcolato come la differenza tra il ricavato della dismissione e il valore contabile dell'investimento immobiliare, se il ricavato è maggiore del valore contabile si avrà un provento, altrimenti graverà sull'entità un onere.

### 3.5 IFRS 5: Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations

L'ultimo principio che andremo ad analizzare è l'IFRS 5, relativo agli immobili destinati alla vendita e alle operazioni discontinue, che vengono valutati in maniera ancora diversa rispetto alle immobilizzazioni, ai beni oggetto di leasing e agli investimenti immobiliari di cui abbiamo trattato nei paragrafi precedenti.

La **finalità** del Principio è quindi quella "*di definire la contabilizzazione delle attività possedute per la vendita e le modalità di esposizione in bilancio delle attività operative cessate e le relative informazioni integrative*"<sup>21</sup>. In particolare vengono stabilite due condizioni:

1. Le attività disciplinate all'interno dell'IFRS 5 devono essere valutate al minore tra il valore contabile e il *fair value* al netto dei costi di vendita;

---

<sup>21</sup> IFRS 5: Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations

2. Tali attività devono essere esposte separatamente nello Stato Patrimoniale e i risultati esposti separatamente in Conto Economico.

L'**ambito di applicazione** è definito dalle attività non correnti e dalle attività operative cessate. Tuttavia il principio elenca una serie di casi in cui occorre fare riferimento ad altri PCI, in particolare:

- Per le attività fiscali differite si applica lo IAS 12, relativo alle Imposte sul Reddito;
- Per le attività derivanti da benefici per i dipendenti si applica lo IAS 19;
- Per le attività finanziarie si fa riferimento allo IAS 39, relativo agli Strumenti Finanziari;
- Per le attività non correnti che vengono considerate come investimenti immobiliari si applica lo IAS 40;
- Per le attività agricole si applica lo IAS 41, denominato Agricoltura;
- Per i diritti derivanti da contratti assicurativi si fa riferimento allo IAS 4, relativo ai Contratti Assicurativi.

Durante la trattazione che segue faremo riferimento esclusivamente alle attività non correnti, tuttavia l'intera disciplina si intende applicabile anche alle attività operative cessate.

Per la **classificazione** di un'attività non corrente come attività destinata alla vendita è necessario il rispetto di un principio generale per il quale:

la classificazione avviene esclusivamente quando il valore contabile dell'attività viene recuperato mediante un'operazione di vendita, e non con l'uso continuativo dell'attività stessa all'interno dell'esercizio dell'attività d'impresa.

Detto ciò, deve essere definito quando un'attività si intende recuperata per mezzo di un'operazione di vendita. Il Principio stabilisce due condizioni essenziali:

1. La vendita deve avvenire nella condizione attuale in cui si trova il bene.
2. La vendita deve essere altamente probabile, cioè deve essere stato stabilito un programma di dismissione o deve essere stato individuato l'acquirente.

Inoltre l'alienazione dovrebbe avvenire entro un anno dalla data di classificazione, anche se avvenimenti che hanno come conseguenza la vendita oltre un anno e che non dipendono dal

controllo dell'impresa non impattano negativamente sulla classificazione dell'attività come destinata alla vendita.

Il Principio disciplina poi un caso particolare, ovvero l'acquisizione di un'attività non corrente, esclusivamente per destinarla alla vendita. In questo caso l'attività può essere classificata fin dall'inizio come attività non corrente posseduta per la vendita solo se:

- La vendita verrà effettuata entro un anno, salvo gli eventi fortuiti a cui abbiamo fatto cenno precedentemente;
- Le condizioni di cui sopra, ovvero la vendita alla condizione attuale e alta probabilità, devono essere soddisfatte entro 3 mesi dalla classificazione.

Infine viene trattato il caso in cui si faccia riferimento ad un'attività non corrente, destinata ad essere abbandonata. Tali attività sono quelle che vengono utilizzate fino alla fine della propria vita utile o quelle destinate ad essere dismesse. In questo caso, non vanno classificate come destinate alla vendita in quanto il recupero avverrà attraverso l'uso continuativo dell'attività stessa.

La **valutazione**, come già detto all'inizio del paragrafo, deve essere effettuata al minore tra il valore contabile e il *fair value* al netto dei costi di vendita.

Pertanto se si fa riferimento al primo caso trattato in precedenza, ovvero ad un'attività appena acquisita che soddisfa già in partenza i requisiti della condizione attuale e dell'alta probabilità di vendita, la rilevazione iniziale dovrà essere effettuata tenendo conto del minor tra il valore contabile e il *fair value* al netto dei costi di vendita. Relativamente al caso in cui la vendita avverrà dopo un periodo di tempo superiore ad un anno invece, si dovrà tenere conto del valore attuale dei costi di vendita che devono essere sottratti al *fair value*.

Durante la valutazione è possibile che si manifestino perdite o plusvalenze, delle quali è necessario tenere conto per la determinazione del valore corretto. La perdita dovrà essere rilevata sia a seguito di svalutazione iniziale, che successiva, a meno che non sia già tenuto conto della stessa nell'ultima misurazione effettuata. La plusvalenza invece, viene rilevata esclusivamente fino a concorrenza di un eventuale perdita per riduzione di valore effettuata in precedenza.

Il fatto che l'attività venga classificata come destinata alla vendita comporta la cessazione dell'**ammortamento**. Pertanto l'entità non dovrà più ammortizzare il bene, tuttavia nel caso si parli di un gruppo in dismissione, gli oneri finanziari e le spese attribuibili alle passività dovranno essere comunque rilevati

Il Principio si chiude con il caso in cui l'attività non corrente destinata alla vendita, perda i requisiti per essere classificata come tale. In questo caso l'attività non dovrà essere più classificata per la vendita, ma dovrà essere valutata al minore tra il valore contabile precedente alla classificazione come attività non corrente destinata alla vendita e la somma recuperabile alla data in cui si è deciso di non vendere.

### **3.6 L'applicazione dei PCI al Bilancio Consolidato di Beni Stabili Spa SIIQ**

Nei paragrafi precedenti abbiamo analizzato da un punto di vista teorico come dovrebbero essere contabilizzati e soprattutto valutati gli immobili, a seconda del caso a cui si faccia riferimento. Sintetizzando brevemente:

- IAS 16: tratta la valutazione delle Immobilizzazioni Materiali, le quali vanno rilevate inizialmente al costo e poi valutate secondo il metodo del costo o della rideterminazione del valore;
- IAS 17: tratta la valutazione dei beni oggetto di Leasing, finanziario ed operativo, distinguendo tra la valutazione nel bilancio del locatore e in quello del locatario;
- IAS 40: tratta la valutazione degli investimenti immobiliari che vanno valutati inizialmente al costo, e successivamente al metodo del *fair value* o quello del costo (in via residuale);
- IFRS 5: tratta la valutazione delle attività non correnti destinate alla vendita, le quale devono essere valutate al minore tra il valore contabile e il *fair value* al netto dei costi di vendita.

L'analisi fin qui condotta, era necessaria in quanto questi Principi sono quelli maggiormente utilizzati da parte di una SIIQ per la valutazione degli immobili. Infatti tale tipologia di società da un lato, svolge prevalentemente attività di locazione d'immobili, dall'altro è obbligata all'applicazione dei Principi Contabili Internazionali. Pertanto abbiamo scelto una delle SIIQ presenti nel panorama italiano, Beni Stabili, per verificare come nella pratica vengano effettuate le diverse classificazioni e valutazioni degli immobili secondo la natura e la destinazione d'uso degli stessi. Ci soffermeremo esclusivamente sul Bilancio Consolidato di Beni Stabili Spa SIIQ del 2015, in quanto è sufficiente per le osservazioni che abbiamo intenzione di effettuare. Tale società verrà analizzata nel complesso e in maniera più

approfondita nel Capitolo seguente, in quanto andremo ad analizzare prima il business e la storia della società per collocarla all'interno del mercato italiano, per poi soffermarci sull'analisi di bilancio della stessa al fine di verificare come l'adozione del regime SIIQ abbia impattato sui bilanci della società. Per il momento ciò che è di nostro interesse è esclusivamente il bilancio relativo al 2015.

Prima di andare ad analizzare nello specifico la composizione dell'attivo di Beni Stabili, che è quello che ci interessa in relazione all'applicazione dello IAS 16, IAS 17, IAS 40 e IFRS 5, è necessario dare alcune informazioni generali relativi ai criteri scelti della società stessa.

Innanzitutto nella Relazione Finanziaria di Beni Stabili troviamo 5 documenti, in relazione al fatto che per i PCI è prevista la redazione dello Stato Patrimoniale, del Conto Economico, della Nota Integrativa, del Rendiconto Finanziario e del Prospetto di Patrimonio Netto.

Il principio generale prescelto è quello del costo, che tuttavia non viene utilizzato per gli immobili di investimento, gli immobili in fase di sviluppo, gli immobili posseduti per la vendita per i quali viene utilizzato il metodo del *fair value*.

Le attività sono classificate come attività correnti e non correnti, il nostro obiettivo sarà focalizzarci sulla valutazione delle attività non correnti. Allo stesso modo anche le passività vengono classificate come correnti e non correnti. Per quanto riguarda il Conto Economico il criterio prescelto è quello della classificazione per natura. Tale scelta è stata effettuata in quanto si ritiene<sup>22</sup> che rappresentino meglio la situazione economica, finanziaria e patrimoniale del Gruppo rispetto alle altre possibilità adottabili.

Detto ciò, possiamo soffermarci sulle Attività, in particolare su quelle Non correnti<sup>23</sup>. Di seguito riportiamo una parte dello Stato Patrimoniale di Beni Stabili, in cui sono presenti le voci di nostro interesse:

---

<sup>22</sup> Relazione Finanziaria Beni Stabili, 2015

<sup>23</sup> Un'attività non corrente viene definita in negativo rispetto alle Attività Correnti. In particolare quest'ultime vengono definite come segue: "Un'entità deve classificare un'attività come corrente quando:

(a) si suppone realizzi l'attività, oppure la possiede per la vendita o il consumo, nel normale svolgimento del suo ciclo operativo;

(b) la possiede principalmente con la finalità di negoziarla;

(c) si suppone realizzi l'attività entro dodici mesi dalla data di chiusura dell'esercizio; o

|                                             | Note  | 31.12.2015       | 31.12.2014       |
|---------------------------------------------|-------|------------------|------------------|
| <b>ATTIVITA'</b>                            |       |                  |                  |
| Immobili di investimento                    | 6.1.1 | 3.470.730        | 3.738.760        |
| Immobili in fase di sviluppo                | 6.1.2 | 219.390          | 149.740          |
| Immobili strumentali ed altri beni          | 6.1.3 | 19.302           | 19.902           |
| Immobilizzazioni immateriali                | 6.1.4 | 167              | 173              |
| Partecipazioni                              |       |                  |                  |
| - in collegate                              | 6.1.5 | 20.951           | 1.891            |
| - in altre imprese                          | 6.1.5 | 1.538            | 1.538            |
| Titoli                                      | 6.1.6 | 9.064            | 13.204           |
| Crediti commerciali ed altri crediti        | 6.1.7 | 44.938           | 36.420           |
| Attività per strumenti derivati             | 6.1.8 | 549              | 848              |
| Imposte differite attive                    | 6.1.9 | 12.517           | 15.627           |
| <b>Totale attività non correnti</b>         |       | <b>3.799.146</b> | <b>3.976.101</b> |
| Immobili destinati alla commercializzazione | 6.2.1 | 34.075           | 63.305           |
| Crediti commerciali ed altri crediti        | 6.2.2 | 37.210           | 101.018          |
| Disponibilità liquide                       | 6.2.3 | 80.770           | 113.444          |
| <b>Totale attività correnti</b>             |       | <b>152.055</b>   | <b>277.767</b>   |
| <b>Attività possedute per la vendita</b>    | 6.2.4 | <b>161.345</b>   | <b>146.252</b>   |
| <b>Totale attività</b>                      |       | <b>4.112.546</b> | <b>4.400.120</b> |

Fonte: Relazione Finanziaria di Beni Stabili 2015

La società classifica gli immobili in:

- Immobili di investimento;
- Immobili in fase di sviluppo;
- Immobili strumentali ad altri beni;
- Immobili destinati alla commercializzazione, tra le Attività correnti.

A quest'ultimi vanno aggiunti i beni oggetto di Leasing.

Nella categoria **“Immobili di investimento”** vengono ricompresi tutti gli immobili di proprietà della società che sono detenuti al fine di percepire canoni di locazione, in sostanza il *core business* delle SIIQ. La rilevazione iniziale avviene al costo, mentre le valutazioni successive vengono effettuate a *fair value*, così come viene definito dall'IFRS 13. Tali valutazioni vengono effettuate due volte l'anno, da parte di terzi soggetti indipendenti o società di valutazione esterne come JLL<sup>24</sup>, così come viene consigliato dai Principi Contabili. Beni Stabili non si rivolge ad un'unica società di valutazione ma a diversi soggetti,

(d) l'attività è costituita da disponibilità liquide o mezzi equivalenti (secondo la definizione dello IAS 7) a meno che non sia vietato scambiarla o utilizzarla per estinguere una passività per almeno dodici mesi dalla data di chiusura dell'esercizio.” IFRS 5

<sup>24</sup> Jones Lang LaSalle S.p.A

prevedendo una rotazione triennale delle valutazioni che vengono fatte dalle diverse società, eventualmente prorogabili di altri 3 anni.

Viene poi specificato che quando un immobile passa dalla categoria degli immobili strumentali a quella degli immobili di investimento, le differenze tra il valore contabile e il *fair value* sono contabilizzate a Patrimonio Netto, se si tratta di un utile; a conto Economico se si tratta di una perdita.

Gli “**Immobili in fase di sviluppo**” ricomprendono quegli immobili che si trovano in fase di costruzione o ristrutturazione, i quali verranno poi classificati come Immobili di Investimento. Per questa categoria di Immobili, Beni Stabili utilizza il criterio del costo<sup>25</sup> fino a quando il *fair value* non sarà determinabile in maniera attendibile e su base continuativa. Per il calcolo del costo vengono considerati anche gli oneri finanziari imputabili a tale ristrutturazione o costruzione e il costo del personale impiegato nello sviluppo dell'attività.

Relativamente ai **Contratti di leasing**, anche all'interno della Relazione Finanziaria di Beni Stabili, viene mantenuta la distinzione tra leasing finanziario e leasing operativo

Per quanto riguarda i contratti di leasing finanziario occorre distinguere due casi: quello in cui una delle società del gruppo di trova nella posizione di locatario e viceversa di locatore. Nel primo caso, l'attività viene iscritta tra le immobilizzazioni alla data di rilevazione iniziale e in contropartita viene rilevato un debito finanziario pari al minore tra il *fair value* e il valore attuale dei pagamenti minimi dovuti all'inizio del contratto. In ogni esercizio successivo la quota capitale va a ridurre il debito finanziario, mentre gli oneri finanziari vengono imputati a Conto Economico. Nel caso in cui la società si trovi nella posizione di locatore, l'attività viene stornata dalle immobilizzazioni alla data di rilevazione iniziale in quanto dovrà essere iscritta nel bilancio del locatario, e viene iscritto un credito pari al valore attuale dei pagamenti minimi stabiliti all'interno del contratto. In ogni esercizio successivo i proventi finanziari vengono imputati a Conto Economico, e vengono effettuate rivalutazioni del valore residuo al fine di rilevare eventuali perdite di valore.

Per i contratti di leasing operativo invece, i canoni attivi e passivi vengono rilevati a Conto Economico, in quanto non vi è nessun trasferimento di rischi e benefici tra il locatore e il locatario. La rilevazione avviene secondo il principio della competenza e basandosi sulla

---

<sup>25</sup> Costo d'acquisto o ultimo valore di carico nel caso in cui si stato riclassificato da un'altra categoria di Immobilizzazioni. Da Relazione Finanziaria Beni Stabili 2015

durata del contratto. Tale criterio è utilizzato anche per i contratti di affitto di immobili, che sono assimilati ai contratti di leasing operativo.

Gli **Immobili strumentali ad altri beni** sono rilevati al costo di acquisizione o di costruzione tra le Attività non correnti. I costi successivi al costo di acquisizione vengono ricompresi nel costo di iscrizione o contabilizzati separatamente a seconda del caso specifico. Tali beni vengono ammortizzati secondo il metodo di ammortamento a quote costanti secondo la durata della vita utile del bene. Nella Relazione viene specificato che la vita utile per gli immobili strumentali è stimata essere di 33,33 anni, per gli altri beni si considera un periodo di tempo ricompreso tra i 4 e i 12 anni, mentre la vita utile dei terreni è illimitata pertanto non vengono ammortizzati. A prescindere dalla stima ad ogni esercizio viene effettuato un controllo sulla vita utile del bene, al fine di effettuare eventuali rettifiche. Per quanto riguarda la cessione del bene, eventuali utili o perdite derivanti da vendite vengono imputate a conto economico e tale valore viene calcolato come la differenza tra il corrispettivo di vendita e il valore del bene registrato in bilancio.

Infine nella voce “Attività Correnti” vengono registrati gli **Immobili destinati alla commercializzazione**, in relazione al fatto che si presume verranno ceduti entro i 12 mesi successivi. Tali Immobili vengono iscritti al minore tra costo di acquisto e valore di realizzo così come stabilito dei Principi Contabili Internazionali.

Infine ci occupiamo di come vengano classificati i **Ricavi** nel Bilancio Consolidato di Beni Stabili. Quest’ultimi vengono suddivisi in:

- **Ricavi di locazione**, cioè quelli derivanti dai contratti di affitto e contratti di leasing operativo. Tali ricavi vengono contabilizzati secondo il principio della competenza, tenendo conto della durata del contratto;
- **Ricavi di vendita di immobili**, cioè quelli provenienti dalla vendita di immobili. Il momento della contabilizzazione coincide con il trasferimento dei rischi e dei benefici, ovvero con la data di stipula del contratto;
- **Ricavi per servizi**, ovvero quello derivanti da prestazioni di servizi secondo il principio di competenza;
- **Dividendi**.

### 3.6.1 I metodi di valutazione utilizzati da Beni Stabili Spa SIIQ

Beni Stabili Spa SIIQ affida la valutazione degli immobili a terzi soggetti esperti indipendenti che effettuano le valutazioni due volte l'anno, al 30 giugno e al 31 dicembre. La valutazione viene fatta per singolo immobile, tenendo conto della categoria a cui appartiene e dei metodi stabiliti dai Principi Contabili Internazionali. In particolare, in linea con l'IFRS 13, possiamo distinguere:

- **Metodo del mercato:** secondo il quale viene effettuata una comparazione tra il bene oggetto di valutazione e altri bene simili scambiati sul mercato in tempi recenti e a condizioni di mercato concorrenziali;
- **Metodo reddituale:** che viene applicato tenendo conto dei redditi che vengono prodotti da parte del bene oggetto di valutazione. In particolare abbiamo 2 diversi approcci: la capitalizzazione diretta, ovvero il valore attuale dei redditi che verranno prodotti in futuro dal bene attualizzati ad un opportuno tasso di mercato; il DCF, *discounted cashflow*, basato sull'attualizzazione dei futuri flussi di cassa.
- **Metodo della trasformazione:** secondo il quale viene effettuata un'analisi costi-benefici legata all'operazione di cui è oggetto il bene.

Tali metodi vengono applicati al singolo immobile singolarmente oppure combinati tra di loro, al fine di ottenere una valutazione quanto più vicina all'effettivo valore dell'attività.

Quando viene effettuata la valutazione degli immobili, non bisogna tenere conto esclusivamente del valore dei redditi derivanti da tali immobili, ma soprattutto calcolare il tasso di attualizzazione o capitalizzazione andando a considerare tutti i rischi legati al bene oggetto di valutazione. In particolare la Relazione finanziaria di Beni Stabili 2015 tiene conto di:

- Tipologia del conduttore che occupa o potrebbe potenzialmente occupare l'immobile;
- Responsabilità assicurative e di manutenzione ordinaria e straordinaria suddivise tra locatore e conduttore;
- Vita utile dell'immobile.

La valutazione degli immobili in Beni Stabili viene effettuata con una procedura interna ad hoc che va a regolare le singole attività del processo: selezione, nomina dei periti, trasmissione della documentazione, metodi di valutazione, verifica sul posto, monitoraggio.

Dopo questa breve analisi sui Principi Contabili Internazionali e su come questi vengano effettivamente applicati in una SIIQ, andremo a dedicarci all'ultimo capitolo di questo lavoro di tesi. Nel capitolo che segue andremo ad analizzare i dati di bilancio di Beni Stabili in modo da verificare quali sono stati gli effetti derivanti dall'adozione del regime SIIQ.

## **Capitolo 4: Il caso Beni Stabili: l'adozione del Regime SIIQ**

Nell'ultimo capitolo di questo lavoro di tesi andremo ad analizzare nello specifico il caso di Beni Stabili Spa SIIQ, sfruttando i risultati ottenuti dalle analisi dei capitoli precedenti.

Nel capitolo 1 abbiamo analizzato la normativa civilistica e fiscale che deve essere rispettata da parte delle società che vogliono aderire al Regime, dove il vantaggio principale è sicuramente l'esenzione dalla tassazione e le agevolazioni previste dalla normativa. Dall'altro lato per poter usufruire da tali agevolazioni è necessario rispettare una serie di requisiti stringenti che vanno ad impattare sull'organizzazione dell'impresa.

Nel capitolo 2 abbiamo condotto un'analisi comparativa a livello nazionale ed internazionale al fine di poter inquadrare la normativa italiana in un contesto più ampio e poter contestualizzare i risultati italiani rispetto a quelli ottenuti in altri Paesi. In particolare abbiamo analizzato le principali differenze tra il Regime SIIQ, i Reits statunitensi, le SIIC francesi e i G-Reits tedeschi per quanto riguarda il contesto internazionale, e i Fondi Immobiliari e le SICAF per quanto riguarda la situazione italiana.

Nel capitolo 3 ci siamo soffermati su una serie di Principi Contabili Internazionali, che a parere di chi scrive sono quelli maggiormente utili per poter effettuare una valutazione corretta della attività possedute da parte di una SIIQ. Abbiamo analizzato lo IAS 16, relativo alle immobilizzazioni materiali; lo IAS 17, relativo al leasing; lo IAS 40, relativo agli investimenti immobiliari e infine l'IFRS 5, relativo alle attività non correnti destinate alla vendita. Dopodiché abbiamo cercato di dare una visione d'insieme relativa a come tali Principi vengano applicati all'interno di una società SIIQ, in particolare Beni Stabili SIIQ Spa che sarà l'oggetto di studio durante questo ultimo capitolo.

Il capitolo 4, dopo una breve panoramica sulla situazione attuale in Italia e la collocazione di Beni Stabili Spa SIIQ all'interno della stessa, si focalizzerà sull'analisi dei Bilanci 2010-2011. La scelta di questo biennio è stata effettuata in relazione al fatto che il 2011 è stato il primo anno in cui Beni Stabili ha aderito al Regime SIIQ. Il nostro obiettivo sarà quello di andare a desumere se e come l'adozione del Regime abbia impattato sui dati di bilancio. Dopo questa analisi, andremo ad effettuare un confronto tra l'ultimo triennio prima dell'adozione del Regime SIIQ (2008-2009-2010) e il primo triennio dopo l'adozione del Regime SIIQ (2011-2012-2013) di modo da analizzare i principali indici di bilancio su un periodo di tempo medio-lungo e non relativamente a un singolo esercizio. Infine andremo a verificare l'impatto della Riforma del 2014 su Beni Stabili in relazione alle criticità identificate nel capitolo 1.

## 4.1 Il contesto italiano

Come abbiamo già analizzato nel primo capitolo di questo lavoro di tesi, la Riforma originaria che introduce le SIIQ nel nostro ordinamento risale alla L. n. 296/2006, tuttavia non ha riscosso il successo sperato, a differenza degli altri Stati in cui Riforme simili erano state introdotte. Infatti prima della Riforma solo due società avevano aderito al Regime: IGD<sup>1</sup>, nel 2008 e Beni Stabili<sup>2</sup> nel 2011. Entrambe le società erano già quotate e hanno puntato su una riorganizzazione dei propri *assets* al fine di possedere i requisiti necessari per poter aderire al Regime SIIQ.

Al fine di rendere la normativa più flessibile e fare in modo che tali società diventassero più appetibili per gli investitori, soprattutto esteri, con il D. Lgs. 133/2014 il Regime vede profonde modifiche, avvicinandosi alla normativa dei *Reits*, di modo da garantire elevati standard internazionali. Secondo gli esperti del settore, tale Riforma avrebbe dovuto portare alla quotazione di almeno 10 SIIQ nei 3 anni successivi alla stessa, garantendo la ripresa del settore immobiliare italiano<sup>3</sup>. Tuttavia alla fine del 2015, nella sostanza nulla era cambiato.

A giugno dello stesso anno, più società avevano dichiarato che avrebbero aderito al Regime, quotandosi sul mercato come SIIQ, in particolare:

- Sorgente Res, sarebbe dovuta essere la prima società a quotarsi dopo la Riforma del 2015, puntando su un portafoglio di immobili a reddito elevato;
- iDea Real Estate, del gruppo De Agostini, il cui portafoglio vanta prevalentemente filiali bancarie del gruppo Unicredit, grazie al conferimento del Fondo Omicron Plus<sup>4</sup>;
- Prelios, già quotata ma con l'intenzione di riorganizzarsi sotto forma di SIIQ;
- Domus Italia, società del Gruppo Caltagirone con l'obiettivo di focalizzarsi sugli investimenti residenziali;
- Hines Italia, attualmente Coima Res<sup>5</sup>, società nata grazie all'accordo tra Manfredi Catella e lo Stato Sovrano del Qatar, il cui patrimonio è basato prevalentemente su filiali bancarie di Deutsche Bank;
- Aedes, anch'essa già quotata ma con l'obiettivo di riorganizzarsi sotto forma di SIIQ.

---

<sup>1</sup> Vedi Capitolo I, nota 6.

<sup>2</sup> Vedi Capitolo I, nota 7.

<sup>3</sup> Dezza P., "SIIQ, rinviata la sfida in Borsa", 3 dicembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>4</sup> Dezza P., "iDea Re prepara la quotazione a Piazza Affari", 24 settembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>5</sup> Festa C., "Le Siiq in coda per la Borsa, Sorgente pronta per giugno", 29 maggio 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Ad oggi, solo alcune delle società sopracitate hanno eseguito passi in avanti per quanto riguarda la quotazione e la successiva adesione ad Regime:

- Sorgente Res, la quale aveva iniziato a pensare alla propria quotazione a giugno 2015, vede fallire l'IPO per la quotazione a Piazza Affari ad ottobre, a causa di scarsa appetibilità e domanda insoddisfacente, in relazione al mancato raggiungimento dei 400 Mln previsti dalla raccolta<sup>6</sup>. A causa dei molteplici fallimenti, Valter Mainetti, amministratore delegato di Sorgente Group Spa, decide di approdare sul mercato con una strategia diversa dall'IPO, ovvero con l'acquisizione di Nova Re, società partecipata all'80 per cento da Aedes (già quotata e prossima ad aderire al Regime SIIQ) e con il lancio di un Opa successiva.<sup>7</sup> Tale acquisizione si perfeziona nel dicembre 2015 e viene dichiarato che l'Opa verrà lanciata nel febbraio del 2016<sup>8</sup>. L'Opa è stata conclusa a fine febbraio e vede Sorgente Res proprietaria dell'84,78 per cento di Nova Re. Per quanto riguarda la quotazione a Piazza Affari, il 24 aprile 2016 è stata presentata la domanda di ammissione a Borsa Italiana e la richiesta di approvazione del prospetto informativo alla Consob.<sup>9</sup>
- Coima Res e Idea Real Estate, dichiarano il rinvio della quotazione a Piazza Affari al nuovo anno, in relazione alle condizioni avverse del mercato.
- Aedes, dichiara che la quotazione avverrà il 1 gennaio 2016.
- Prelios, continua la ristrutturazione dell'organizzazione per una futura trasformazione in SIIQ.

A febbraio 2016, Aedes è l'unica società che ha aderito al Regime SIIQ. Coima Res e Idea Real Estate hanno ricevuto l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo da parte della Consob, ai sensi dell'articolo 94, comma 4 del TUF, tuttavia la quotazione continua ad essere rimandata a causa della situazione negativa della Borsa. Nel frattempo altre due società, Properties Italia di Giancarlo Scotti e la SIIQ di GWM<sup>10</sup>, che stavano avviando le trattative per le quotazioni, decidono di rinviare tali costituzioni ad un momento successivo.<sup>11</sup>

---

<sup>6</sup> E. G., "Sorgente, dietrofont sulla Borsa: poca domanda dal mercato", 9 ottobre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>7</sup> Dezza P., "Sorgente compra Nova Re da Aedes", 15 dicembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>8</sup> Dezza P., "Sorgente lancia l'Opa totalitaria su Nova Re", 30 dicembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>9</sup> Il Ghirlandaio, "Sorgente Res diventa siiq e chiede quotazione in Borsa", 24 aprile 2016

<sup>10</sup> Global Wealth Management

<sup>11</sup> Dezza P., "Dieci società pronte a rilanciare le Ipo a Piazza Affari", 28 febbraio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Nel frattempo, Domus Italia è stata acquisita da Vianini Industria. In tale occasione, Francesco Gaetano Caltagirone ha parlato di una possibile trasformazione in SIIQ nel futuro, ma al momento anche Domus Italia rinuncia all'adozione del Regime SIIQ.

A maggio 2016, finalmente Coima Res riesce a quotarsi a Piazza Affari. Il 5 maggio 2016 viene approvato dalla Consob il nuovo prospetto informativo che ha ridotto la raccolta da 300 a 215 milioni, con una Ipo riservata esclusivamente agli investitori istituzionali. Il Portafoglio immobiliare di tale società comprende 96 filiali bancarie di Deutsche Bank e il Vodafone Village di Milano, acquisito nei mesi precedenti.<sup>12</sup> Conclusasi l'Ipo, hanno partecipato 40 investitori istituzionali grazie ai quali sono stati coperti i 215 milioni, a cui va sommato il valore degli immobili in portafoglio per un totale di 360 milioni. Sarà necessario un futuro aumento di capitale, dopo gli investimenti iniziali, al fine di raggiungere le dimensioni medie dei Reits europei.<sup>13</sup> Nella prima settimana il titolo ha riportato una perdita pari circa al 14 per cento, tuttavia Catella ha dichiarato di non essere preoccupato, in relazione al fatto che: *“Tutti i Reits che partono scontano un primo andamento negativo”*.<sup>14</sup>

Nessuna novità per quanto riguarda le altre società.

Dopo circa un anno dall'avvio delle trattative per la presentazione di nuove SIIQ sul mercato, la situazione non è quella che si sperava: alle due società ante Riforma, si sono aggiunte solo altre 2 SIIQ:

- Aedes, che era già quotata e che ha aderito al regime al seguito di una profonda riorganizzazione, così come era avvenuto per Beni Stabili e IGD.
- Coima Res, la società di Manfredi Catella, che dopo una serie di rinvii e modifiche è riuscita a quotarsi a Piazza Affari.

Per quanto riguarda le altre società, tra rinunce, rinvii e difficoltà la situazione rimane pressoché invariata, con la speranza che il caso Coima Res le sproni ad eseguire dei passi in avanti per l'adozione del Regime.

In un contesto turbolento e dotato di scarsa stabilità, abbiamo deciso di soffermarci sull'analisi di bilancio di Beni Stabili Spa SIIQ. Tale decisione è stata presa considerando che sul mercato esistono solo 4 società, di cui 2 sono nate nel 2016, pertanto si è ritenuto di

---

<sup>12</sup> Dezza P., *“Coima, prima SIIQ verso Piazza Affari”*, 6 maggio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>13</sup> Dezza P., *“Coima Res, debutto al ribasso a Piazza Affari”*, 12 maggio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

<sup>14</sup> Dezza P., *“Coima Res cade al debutto in Borsa: -14%”*, 14 maggio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

analizzare una società sulla quale fosse possibile eseguire un'analisi comparativa pre e post adozione del Regime originario e verificare poi come la Riforma abbiamo impattato su tale società. Inoltre si è preferita Beni Stabili ad IGD, per l'anno di adozione del Regime. IGD infatti ha aderito al Regime nel 2008, in piena crisi finanziaria, mentre Beni Stabili ha aderito nel 2011. Inoltre la quotazione di IGD è avvenuta nel 2005, mentre quella di Beni Stabili nel 1999, quindi si è ritenuta maggiormente stabile quest'ultima.

#### 4.1.1 Beni Stabili Spa SIIQ: la storia

Beni Stabili è stata fondata nel 1904, con il nome Istituto Romano di Beni Stabili. In più di un secolo tale società ha visto cambiare svariate volte la propria denominazione sociale ed essere oggetto di numerose fusioni ed acquisizioni.

Negli anni '40 cambia il proprio nome da Istituto Romani di Beni Stabili (Irbs) a Sacip, Società anonima commerciale immobiliare padovana, quotata alla Borsa di Venezia.

Nel 1986 il Gruppo Romagnoli rileva la Sacip fino al 1990, anno in cui viene ceduta a Unione Operatori Holding Spa, che scompare dal mercato negli anni successivi a causa della crisi del mercato immobiliare. Beni Stabili, che nel frattempo aveva acquistato la denominazione attuale e aveva subito una profonda ristrutturazione economica e finanziaria, viene così ceduta a Sanpaolo Imi nel 1997, tuttavia rimane sotto il controllo di quest'ultima solo per due anni.

Nel 1999 Beni Stabili viene quotata sul mercato, interamente priva di debito, a seguito del distacco da Sanpaolo Imi. La società ha il 53 per cento del flottante sul mercato e la restante parte suddiviso tra Sanpaolo e altre Banche italiane.

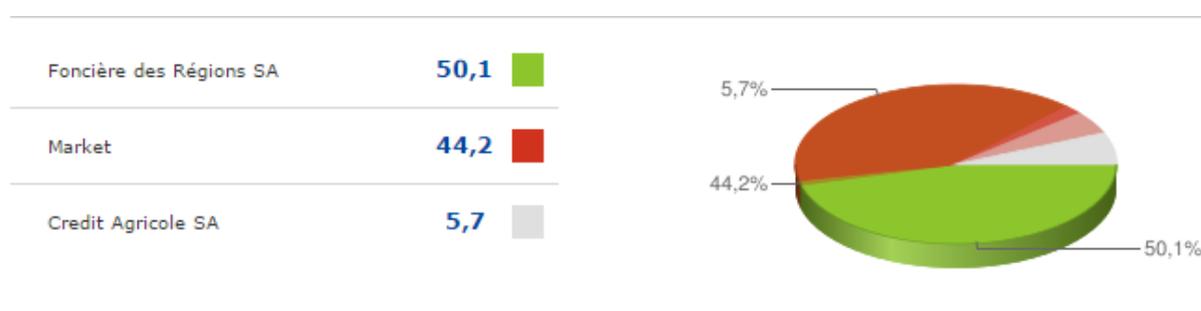
Nel 2001 cambia la compagine azionaria, in quanto poco meno del 30 per cento della società viene acquistata dalla Cfi, Compagnia finanziaria di investimento Spa, e tra gli investitori spiccano nomi di imprenditori di rilievo come Leonardo del Vecchio e Gilberto Benetton.

Nel 2004 Leonardo Finanziaria Srl, società di Leonardo del Vecchio, acquisisce la Cfi. Viene superata così la soglia del 30 per cento di Beni Stabili e Del Vecchio è costretto a lanciare un'Opa, acquisendo una maggiore quota. Nel 2007 Leonardo del Vecchio liquida la propria quota a Foncière des Régions, società immobiliare francese, la quale lancia una Offerta Pubblica di Sottoscrizione sul 100 per cento di Beni Stabili, riuscendo ad acquisire il 68,1 per cento della società. Dopodiché Foncière des Régions delibera un aumento di capitale, tali azioni sono state offerte a Delfin, società di Leonardo del Vecchio. Quest'ultimo rimane quindi azionista di Beni Stabili e mantiene una quota in Foncière des Régions.

Nel 2011 Beni Stabili aderisce al Regime SIIQ, diventando la seconda SIIQ in Italia, dopo IGD.<sup>15</sup>

Per quanto riguarda il sistema di *Corporate Governance*, la società opta per il sistema tradizionale e adotta il Codice di Autodisciplina delle società quotate. Da ottobre 2015 Christophe Kullmann, già amministratore delegato di Foncière des Régions, diventa AD anche di Beni Stabili, dopo le dimissioni di Aldo Mazzocco.

Attualmente l'azionariato è così composto:



Fonte: [www.benistabili.it](http://www.benistabili.it)

Per quanto riguarda il Business, Beni Stabili opera prevalentemente nel settore uffici e *retail*. Il portafoglio è diviso in 3 segmenti: *Core*, *Development* e *Dynamic*, il primo è il segmento principale della società, mentre gli altri due sono considerati segmenti a valore aggiunto.

Nel segmento *Core* vengono ricompresi gli immobili posseduti in un'ottica di medio-lungo termine, i quali sono locati con rendimenti competitivi sul mercato e con conduttori come Telecom Italia Spa o Intesa Sanpaolo. L'obiettivo di tale unità è quello di instaurare relazioni durature con i clienti e ottimizzare la piena occupazione e canoni di locazione competitivi sul mercato.

Il segmento *Development* si riferisce alla creazione di immobili e portafogli di immobili ad uso terziario e commerciale, destinati alla locazione. Una volta che gli *asset* vengono costruiti e ristrutturati all'interno di tale unità vengono poi ricompresi nel segmento *Core*, per questo motivo il segmento *Development* viene definito dalla società come "*fabbrica di immobili del portafoglio Core*"<sup>16</sup>. L'obiettivo resta la valorizzazione del patrimonio immobiliare a cui si aggiunge la volontà di voler soddisfare le richieste del mercato relativamente a specifiche tipologie di immobili.

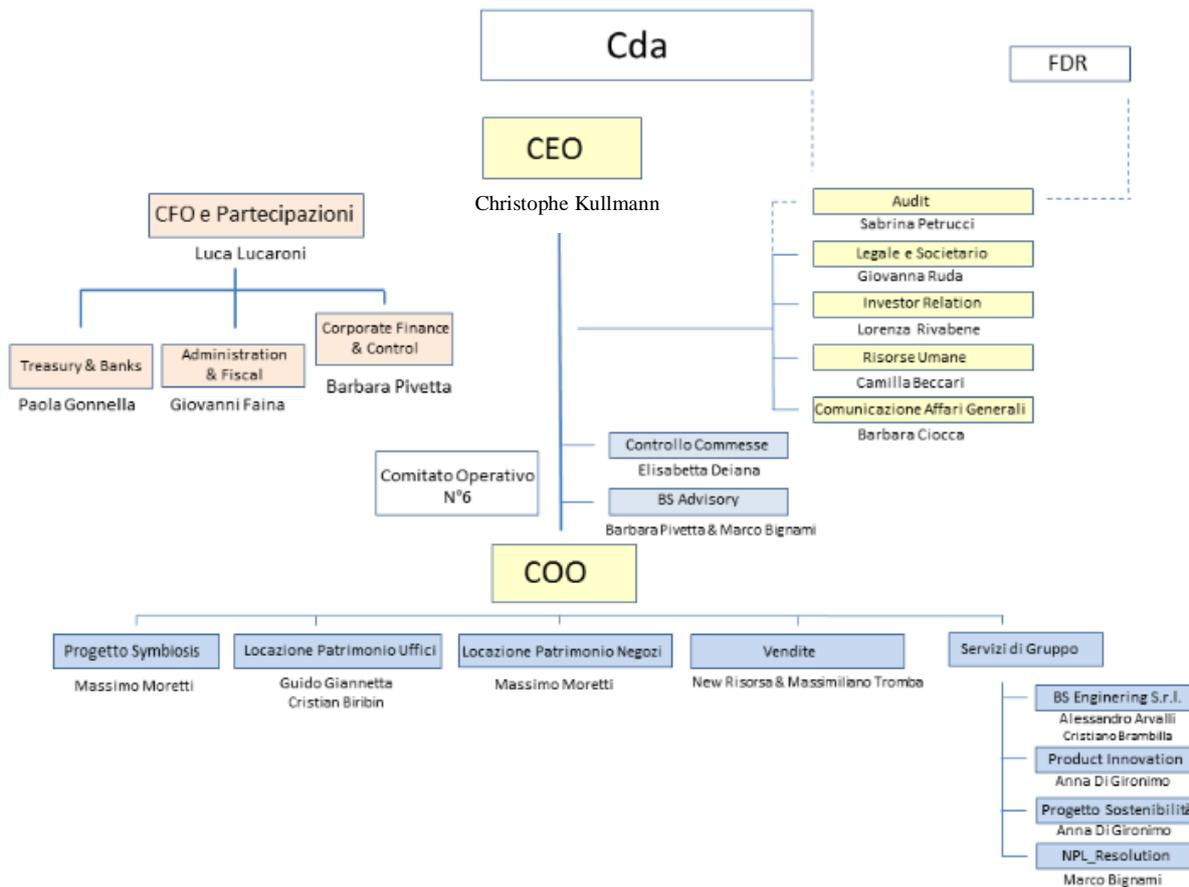
<sup>15</sup> [www.benistabili.it](http://www.benistabili.it) "La Storia"

<sup>16</sup> [www.benistabili.it](http://www.benistabili.it) "La strategia"

Infine, il segmento *Dynamic* ricomprende particolari immobili il cui valore viene ottimizzato mediante strategie di rotazione.

Oltre alla gestione delle tre unità analizzate pocanzi, Beni Stabili controlla una società di gestione del risparmio, Beni Stabili Gestioni Sgr, la quale si occupa di amministrazione di fondi di investimento immobiliare, sia riservati a investitori istituzionali che *retail*. Tale attività risulta essere un fattore di potenziale sviluppo notevole in relazione ai rapporti che possono intercorrere tra le SIIQ e i Fondi di Investimenti grazie al Decreto Sblocca Italia, così come analizzato nel capitolo 1.

Di seguito viene riportato l'organigramma della società al fine di avere una visione d'insieme dei soggetti coinvolti all'interno della stessa:



Fonte: [www.benistabili.it](http://www.benistabili.it)

## 4.2 Beni Stabili: il passaggio dal regime ordinario al regime SIIQ

Beni Stabili, Società per azioni già quotata a Piazza Affari, nel dicembre 2010 dichiara che a partire dal 1 gennaio 2011 avrebbe aderito al Regime SIIQ. Nella Relazione Finanziaria 2010, il presidente rivolgendosi agli azionisti dichiara che: *“[...] nel corso del 2010, il Gruppo Beni Stabili ha riorganizzato i propri assetti proprietari e societari al fine di conseguire i requisiti necessari all’esercizio dell’opzione SIIQ e SIINQ. L’opzione è stata esercitata nel mese di dicembre e pertanto, dal 1° gennaio 2011, la Capogruppo Beni Stabili e le sue principali Società partecipate (proprietarie del 95% del portafoglio immobiliare) hanno acquisito lo status di SIIQ e SIINQ. Tale trasformazione, che segna l’ingresso del Gruppo nell’asset class dei REIT globali, rappresenta un’opportunità unica di crescita, aprendo le porte dell’azionariato a investitori specializzati domestici e internazionali, anche tramite il possibile apporto di portafogli immobiliari a fronte di emissione di nuove azioni. In questo contesto la Società potrà quindi ampliare ulteriormente il proprio flottante, accrescendo la liquidità del titolo e, conseguentemente, il suo valore. Tale apprezzamento peraltro è stato già in parte anticipato dal mercato dei capitali: la Vostra Società ha registrato infatti una performance negli ultimi 12 mesi pari a +17% (+6,4% anno solare 2010), migliore rispetto all’indice immobiliare di riferimento (EPRA Index +15%) e ha così raggiunto una quota pari a circa il 48% del mercato immobiliare quotato italiano.”*<sup>17</sup>

Il nostro obiettivo nei paragrafi che seguono sarà andare a verificare attraverso l’analisi di bilancio se e come l’adozione del Regime abbia impattato sui dati di bilancio della società. La nostra analisi si svolgerà come segue:

- Analisi del bilancio antecedente all’adozione del regime, esercizio 2010;
- Analisi del primo bilancio successivo all’adozione del regime, esercizio 2011;
- Confronto dei principali dati relativi ai trienni 2008-2009-2010 e 2011-2012-2013, al fine di identificare le differenze con riferimento ai maggiori indicatori di bilancio;
- Verificare se l’adozione del regime ha impattato in maniera positiva sui dati di bilancio della società.

Per semplicità sono riportati di seguito esclusivamente lo Stato Patrimoniale e il Conto Economico degli esercizi 2010-2011 di Beni Stabili, sui quali verrà effettuata un’analisi

---

<sup>17</sup> Relazione Finanziaria Beni Stabili, 2010

approfondita. Per quanto riguarda i dati degli altri esercizi verranno estrapolati esclusivamente quelli necessari ai fini del confronto.

## Stato Patrimoniale

| (migliaia di Euro)                                            | Note         | 31.12.2011       | 31.12.2010       |
|---------------------------------------------------------------|--------------|------------------|------------------|
| <b>Attività</b>                                               |              |                  |                  |
| Immobilì di investimento                                      | 6.1.1        | 3.618.398        | 3.655.879        |
| Immobilì in fase di sviluppo                                  | 6.1.2        | 305.536          | 267.980          |
| Immobilì strumentali ed altri beni                            | 6.1.3        | 54.851           | 49.907           |
| Immobilizzazioni immateriali                                  | 6.1.4        | 3.151            | 4.306            |
| Partecipazioni                                                |              |                  |                  |
| - in collegate                                                | 6.1.5        | 636              | 639              |
| - in altre imprese                                            | 6.1.5        | 2.939            | 2.874            |
| Titoli                                                        | 6.1.6        | 41.864           | 46.182           |
| Crediti commerciali ed altri crediti                          | 6.1.7        | 36.290           | 97.860           |
| Attività per strumenti derivati                               | 6.1.8        | 27               | 607              |
| Imposte differite attive                                      | 6.1.9        | 44.643           | 14.958           |
| <b>Totale attività non correnti</b>                           |              | <b>4.108.335</b> | <b>4.141.192</b> |
| Immobilì destinati alla commercializzazione                   | 6.2.1        | 88.217           | 93.348           |
| Crediti commerciali ed altri crediti                          | 6.2.2        | 120.347          | 52.913           |
| Disponibilità liquide                                         | 6.2.3        | 162.264          | 306.872          |
| <b>Totale attività correnti</b>                               |              | <b>370.828</b>   | <b>453.133</b>   |
| <b>Attività possedute per la vendita</b>                      | <b>6.2.4</b> | <b>275.835</b>   | <b>258.116</b>   |
| <b>Totale attività</b>                                        |              | <b>4.754.998</b> | <b>4.852.441</b> |
| <b>Patrimonio Netto</b>                                       |              |                  |                  |
| Capitale sociale                                              |              | 191.630          | 191.574          |
| Riserva sovrapprezzo                                          |              | 230.210          | 229.980          |
| Altre riserve                                                 |              | 505.400          | 514.365          |
| Utili non distribuiti                                         |              | 993.857          | 1.042.448        |
| Totale Patrimonio Netto di Gruppo                             |              | 1.921.097        | 1.978.367        |
| Patrimonio Netto di terzi                                     |              | 12.230           | 13.028           |
| <b>Totale Patrimonio Netto consolidato</b>                    | <b>6.3</b>   | <b>1.933.327</b> | <b>1.991.395</b> |
| <b>Passività</b>                                              |              |                  |                  |
| Debiti finanziari                                             | 6.4.1        | 1.724.261        | 2.068.786        |
| Debiti commerciali ed altri debiti                            | 6.4.2        | 60.936           | 75.732           |
| Passività per strumenti derivati                              | 6.4.3        | 201.198          | 179.006          |
| Trattamento di fine rapporto                                  | 6.4.4        | 898              | 884              |
| Imposte differite passive                                     | 6.4.5        | 32.212           | 32.956           |
| <b>Totale passività non correnti</b>                          |              | <b>2.019.505</b> | <b>2.357.364</b> |
| Debiti finanziari                                             | 6.5.1        | 670.756          | 322.825          |
| Debiti commerciali ed altri debiti                            | 6.5.2        | 128.314          | 137.848          |
| Fondi rischi ed oneri                                         | 6.5.3        | 3.096            | 43.009           |
| <b>Totale passività correnti</b>                              |              | <b>802.166</b>   | <b>503.682</b>   |
| <b>Totale passività</b>                                       |              | <b>2.821.671</b> | <b>2.861.046</b> |
| <b>Totale Patrimonio Netto consolidato e totale passività</b> |              | <b>4.754.998</b> | <b>4.852.441</b> |

## Conto economico

| (migliaia di Euro)                                                                   | Note                           | 31.12.2011      | 31.12.2010      |
|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------|-----------------|
| Ricavi di locazioni                                                                  |                                | 220.060         | 218.272         |
| Costi inerenti il patrimonio immobiliare                                             |                                | (18.310)        | (18.676)        |
| <b>Ricavi netti di locazione</b>                                                     | <b>6.6.1</b>                   | <b>201.750</b>  | <b>199.596</b>  |
| <b>Ricavi netti per servizi</b>                                                      | <b>6.6.2</b>                   | <b>12.221</b>   | <b>10.780</b>   |
| Costi del personale                                                                  |                                | (11.078)        | (11.062)        |
| Costi generali                                                                       |                                | (16.608)        | (21.152)        |
| <b>Totale costi di funzionamento</b>                                                 | <b>6.6.3</b>                   | <b>(27.686)</b> | <b>(32.214)</b> |
| Altri ricavi e proventi                                                              | 6.6.4                          | 54.980          | 82.009          |
| Altri costi ed oneri                                                                 | 6.6.4                          | (12.557)        | (45.375)        |
| Ricavi di vendita di immobili destinati alla commercializzazione                     |                                | 710             | 777             |
| Costo del venduto                                                                    |                                | (942)           | (753)           |
| <b>Utile/(Perdita) di vendita di immobili destinati alla commercializzazione</b>     | <b>6.6.5</b>                   | <b>(232)</b>    | <b>24</b>       |
| Ricavi di vendita di immobili di investimento e in fase di sviluppo                  |                                | 450             | 19.922          |
| Costo del venduto                                                                    |                                | (450)           | (19.296)        |
| <b>Utile/(Perdita) di vendita di immobili di investimento ed in fase di sviluppo</b> | <b>6.6.5</b>                   | <b>0</b>        | <b>626</b>      |
| Ricavi di vendita di immobili posseduti per la vendita                               |                                | 94.990          | 75.107          |
| Costo del venduto                                                                    |                                | (92.481)        | (71.433)        |
| <b>Utile/(Perdita) di vendita di immobili posseduti per la vendita</b>               | <b>6.6.5</b>                   | <b>2.509</b>    | <b>3.674</b>    |
| Rivalutazione di immobili                                                            |                                | 27.794          | 68.223          |
| Svalutazione di immobili                                                             |                                | (106.958)       | (52.362)        |
| <b>Rivalutazioni/(Svalutazioni) di immobili</b>                                      | <b>6.1.1/6.1.2/6.2.1/6.2.4</b> | <b>(79.164)</b> | <b>15.861</b>   |
| <b>Reddito operativo</b>                                                             |                                | <b>151.821</b>  | <b>234.981</b>  |
| Proventi/(oneri) finanziari netti                                                    | 6.6.6                          | (135.845)       | (125.799)       |
| Proventi/(oneri) da collegate                                                        | 6.6.7                          | (3)             | 2.665           |
| Proventi/(oneri) da altre imprese                                                    | 6.6.7                          | (183)           | (54)            |
| <b>Risultato ante imposte</b>                                                        |                                | <b>15.790</b>   | <b>111.793</b>  |
| Imposte di competenza dell'esercizio                                                 | 6.6.8                          | 2.567           | (32.213)        |
| <b>Risultato netto dell'esercizio</b>                                                |                                | <b>18.357</b>   | <b>79.580</b>   |
| (Utile)/Perdita di competenza di terzi                                               | 6.3                            | 439             | (790)           |
| <b>Risultato netto di competenza del Gruppo</b>                                      |                                | <b>18.796</b>   | <b>78.790</b>   |
| <b>Utile per azione in Euro</b>                                                      |                                |                 |                 |
| - Base                                                                               |                                | 0,00981         | 0,04203         |
| - Diluito                                                                            |                                | 0,00981         | 0,04096         |

Fonte: Relazione Finanziaria 2011

## Stato Patrimoniale Riclassificato

| (migliaia di Euro)                                                         | 31.12.2011       | 31.12.2010       |
|----------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|
| Immobili di investimento, in fase di sviluppo e strumentali                | 3.976.957        | 3.972.078        |
| Immobili destinati alla commercializzazione e posseduti per la vendita     | 364.052          | 351.464          |
| Immobilizzazioni immateriali                                               | 3.151            | 4.306            |
| Immobilizzazioni materiali e crediti non correnti                          | 38.118           | 99.548           |
| Titoli e partecipazioni                                                    | 45.439           | 49.695           |
| Capitale circolante netto                                                  | (7.967)          | (84.935)         |
| <b>Capitale investito netto</b>                                            | <b>4.419.750</b> | <b>4.392.156</b> |
| Finanziato da:                                                             |                  |                  |
| - fondi ed accantonamenti per strumenti derivati                           | 205.165          | 222.292          |
| - imposte differite passive (attive) nette                                 | (12.431)         | 17.998           |
| - debiti non correnti                                                      | 60.936           | 75.732           |
| - debiti finanziari netti                                                  | 2.232.753        | 2.084.739        |
| - Patrimonio Netto di terzi                                                | 12.230           | 13.028           |
| - Patrimonio Netto del Gruppo                                              | 1.921.097        | 1.978.367        |
| <b>Totale a pareggio</b>                                                   | <b>4.419.750</b> | <b>4.392.156</b> |
| <b>Rapporto tra debiti finanziari netti / Patrimonio Netto del Gruppo</b>  | <b>1,16</b>      | <b>1,05</b>      |
| <b>LTV = Rapporto tra debiti finanziari netti / patrimonio immobiliare</b> | <b>51,4%</b>     | <b>48,2%</b>     |

Fonte: Relazione Finanziaria 2011

## Conto Economico Riclassificato

| (migliaia di Euro)                                                     | 31.12.2011     | 31.12.2010     |
|------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| Ricavi netti di locazione                                              | 201.750        | 199.596        |
| Utile/(Perdita) di vendita di immobili (*)                             | 8.388          | 9.135          |
| Ricavi netti per servizi                                               | 12.221         | 10.780         |
| Costi del personale                                                    | (11.078)       | (11.062)       |
| Costi generali                                                         | (16.608)       | (21.059)       |
| Totale costi di funzionamento                                          | (27.686)       | (32.121)       |
| Altri ricavi e proventi/(altri costi ed oneri)                         | 42.423         | 36.634         |
| <b>Reddito operativo ante rivalutazioni/(svalutazioni) di immobili</b> | <b>237.096</b> | <b>224.024</b> |
| Rivalutazione/(svalutazioni) di immobili in portafoglio                | (85.275)       | 13.639         |
| <b>Reddito operativo</b>                                               | <b>151.821</b> | <b>237.663</b> |
| Proventi/(oneri) finanziari netti                                      | (133.643)      | (120.857)      |
| Oneri finanziari connessi a vendite di immobili                        | (2.202)        | (4.942)        |
| Totale proventi/(oneri) finanziari netti                               | (135.845)      | (125.799)      |
| Proventi/(oneri) da partecipazioni                                     | (186)          | (71)           |
| <b>Risultato ante imposte</b>                                          | <b>15.790</b>  | <b>111.793</b> |
| Imposte                                                                | 2.567          | (32.213)       |
| <b>Risultato netto dell'esercizio</b>                                  | <b>18.357</b>  | <b>79.580</b>  |
| (Utile)/(Perdita) di competenza di terzi                               | 439            | (790)          |
| <b>Risultato netto di competenza del Gruppo</b>                        | <b>18.796</b>  | <b>78.790</b>  |
| Utile base per azione (**)                                             | 0,00981        | 0,04203        |
| Utile diluito per azione (**)                                          | 0,00981        | 0,04096        |

Fonte: Relazione Finanziaria 2011

- (\*) Si precisa che tale voce include oltre ai margini realizzati nelle vendite di immobili pari a 2.277 migliaia di Euro e 4.324 migliaia di Euro rispettivamente nel 2011 e nel 2010, anche: i) i margini derivanti dalla vendita di partecipazioni immobiliari pari a zero nel 2011 e pari a 2.682 migliaia di Euro, al netto dei costi connessi alla vendita pari a 93 migliaia di Euro, nel 2010. Tali importi, nei prospetti contabili - Conto Economico - risultano classificati rispettivamente nella voci "proventi da collegate" e "costi generali"; ii) le rivalutazioni effettuate nel primo semestre dell'esercizio e realizzate attraverso la vendita, nel secondo semestre, dei relativi immobili pari a 6.111 migliaia di Euro e 2.222 migliaia di Euro, rispettivamente nel 2011 e 2010. Tali importi, nei prospetti contabili - Conto Economico - risultano classificati nella voce "Rivalutazioni di immobili".
- (\*\*) Per maggiori dettagli sulle modalità di determinazione dell'utile per azione si rimanda quanto illustrato nelle note ai prospetti contabili del bilancio al paragrafo 6.6.9.

#### 4.2.1 L'analisi per indici degli esercizi 2010-2011

L'esercizio 2010 è stato l'ultimo esercizio in cui Beni Stabili ha optato per il regime di tassazione ordinario, mentre l'esercizio 2011 è stato il primo in cui si è optato per il Regime SIIQ. La società essendo già quotata sin dal 1999 era già obbligata a redigere i bilanci secondo i Principi Contabili Internazionali, che sono stati il tema centrale del capitolo precedente. Pertanto come è possibile desumere dai prospetti nella pagine precedenti le riclassificazioni sono state effettuate secondo tali principi.

La nostra analisi verrà effettuata utilizzando gli indici di bilancio. Tali indici permettono di andare ad analizzare la performance futura basandosi su dati storici<sup>18</sup>, tuttavia il nostro obiettivo sarà quello di andare a verificare se dagli indici è possibile desumere se ci siano stati o meno benefici dall'adozione del regime SIIQ.

Si deve tenere conto di due condizioni di equilibrio:

1. Equilibrio Finanziario: relativamente alla dinamica Impieghi-Fonti di Finanziamento che viene analizzata mediante Indici di Liquidità e Solidità;
2. Equilibrio Economico: ovvero relativamente alla dinamica Costi-Ricavi che viene analizzata mediante gli Indici di Redditività.

Prima però di soffermarci sull'analisi di Redditività, Liquidità e Solidità di Beni Stabili, è necessario analizzare la composizione delle fonti e degli impieghi, per avere una prima conoscenza di base del bilancio nel suo complesso. Tale analisi viene effettuata mediante gli indici di composizione che permettono di effettuare la percentualizzazione dei dati rispetto al totale del capitale investito.

---

<sup>18</sup> Di Lazzaro F., Caramiello C., Fiori G., *Indici di bilancio*, Milano, Giuffrè, 2003

### *Analisi di composizione*

Prima di tutto partiamo dalla percentualizzazione dei bilanci di Beni Stabili nel 2010 e nel 2011, da cui si ricava chiaramente che l'attività principale della società è quella legata alla gestione di immobili, in particolare alla locazione.

Il bilancio dell'esercizio 2010 si presenta come segue:

| <b>IMPIEGHI</b>                             | <b>FONTI</b>                             |
|---------------------------------------------|------------------------------------------|
| <b>ATTIVITA' NON CORRENTI</b><br><br>85,34% | <b>PATRIMONIO NETTO</b><br>41,03%        |
|                                             | <b>PASSIVITA' NON CORRENTI</b><br>48,58% |
| <b>ATTIVITA' CORRENTI</b><br>14,66%         | <b>PASSIVITA' CORRENTI</b><br>10,39%     |

Mentre il bilancio dell'esercizio 2011:

| <b>IMPIEGHI</b>                              | <b>FONTI</b>                             |
|----------------------------------------------|------------------------------------------|
| <b>ATTIVITA' NON CORRENTI</b><br><br>86,40 % | <b>PATRIMONIO NETTO</b><br>40,65%        |
|                                              | <b>PASSIVITA' NON CORRENTI</b><br>42,47% |
| <b>ATTIVITA' CORRENTI</b><br>13,60%          | <b>PASSIVITA' CORRENTI</b><br>16,88%     |

Abbiamo suddiviso sia le attività che le passività in correnti e non correnti, considerando come termine quello dei 12 mesi. Nel calcolo delle attività correnti sono state ricomprese anche le attività possedute per la vendita, le quali nel bilancio vengono classificate

separatamente dalle attività correnti e non correnti. Tale scelta è stata effettuata in quanto si è preferito includerle in relazione al termine di 12 mesi che è stato considerato.

In primo luogo vediamo come la società utilizzi tutte e tre le fonti di finanziamento del capitale investito: patrimonio netto, passività non correnti e passività correnti, anche se quest'ultime in via residuale. Tale scelta è effettuata anche in relazione al fatto che più dell'80 per cento dell'attivo è non corrente, pertanto non sarebbe stato corretto finanziarlo attraverso passivo corrente.

In secondo luogo si vede come il capitale della società è investito prevalentemente nelle attività non correnti, in particolar modo in immobili essendo una società di investimento immobiliare la cui attività prevalente è la locazione degli stessi.

Da un'analisi più dettagliata delle fonti e degli impieghi ricaviamo i seguenti valori:

|                                               | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|-----------------------------------------------|-------------|-------------|
| <b><i>Immobili<br/>Ci</i></b>                 | 81,85%      | 83,67%      |
| <b><i>Immobili Comm.<br/>Ci</i></b>           | 7,24%       | 7,65%       |
| <b><i>Imm. Imm<br/>Ci</i></b>                 | 0,088%      | 0,066%      |
| <b><i>Liquidità<br/>Ci</i></b>                | 6,32%       | 3,41%       |
| <b><i>Crediti<br/>Ci</i></b>                  | 3,10%       | 3,29%       |
| <b>Indice di indebitamento<br/>permanente</b> | 89,62%      | 83,13%      |

Come è possibile vedere dalla percentualizzazione del capitale investito, l'attivo non corrente pesa sul totale del capitale l'85,34% nel 2010 e l'86,40% nel 2011. Non c'è una differenza sostanziale tra i due esercizi. Di tali attività non correnti l'81,85% nel 2010 e l'83,67% nel 2011 sono immobili e ciò è coerente con l'attività prevalente della società. Per effettuare il suddetto calcolo sono stati considerati gli immobili di investimento, in fase di sviluppo e strumentali ad altri beni, mentre gli immobili destinati alla commercializzazione (che nella tabella sono indicati come Immobili comm.) vengono considerati separatamente in relazione

alla destinazione d'uso che essi stessi hanno. Quest'ultimi non subiscono variazioni dal 2010 al 2011.

Le immobilizzazioni immateriali<sup>19</sup> hanno un peso esiguo sul totale del capitale investito. In tale voce vengono contabilizzati i costi relativi ai software, i costi per il collocamento di fondi immobiliari, ovvero le commissioni per il collocamento degli stessi, e infine l'avviamento della società.

L'attivo corrente è costituito da liquidità, crediti commerciali e immobili destinati alla commercializzazione. Nella nostra analisi effettuata sul totale del capitale investito abbiamo considerato separatamente le singole voci. Per quanto riguarda la liquidità è diminuita di quasi la metà da un esercizio all'altro e questo è sicuramente legato agli obblighi di distribuzione dei dividendi che nel 2011 era ancora pari all'85 per cento<sup>20</sup>. Per il calcolo dei crediti commerciali sono stati considerati sia quelli a breve che quelli a lungo, al fine di tenere conto dell'insieme dei crediti sul totale del capitale investito. Degli immobili destinati alla commercializzazione abbiamo trattato in precedenza.

Dal lato delle fonti abbiamo calcolato l'indice di indebitamento permanente, ovvero il peso del patrimonio netto e delle passività non correnti rispetto al totale del capitale investito. Tale indice passa dall'89,62% nel 2010 all'83,13% nel 2011, in relazione ad una variazione dei debiti finanziari a lungo, probabilmente per il rimborso di quote capitale.

#### *Analisi di solidità*

L'analisi di solidità ha come obiettivo quello di verificare l'equilibrio finanziario nel medio lungo periodo, tenendo conto del modo in cui vengono finanziate le immobilizzazioni e del grado di indebitamento della società.

Il finanziamento delle immobilizzazioni è un tema fondamentale, tanto più in relazione ad una società come Beni Stabili, la quale possiede prevalentemente Immobilizzazioni Materiali, ovvero immobili. L'importanza di tale tema è legata soprattutto al *cash flow* da ammortamento e alla sua destinazione in relazione alla tipologia di fonte che si utilizza. Le fonti che possono essere scelte dalla società sono:

---

<sup>19</sup> Imm. Imm. in tabella

<sup>20</sup> Nella prima parte di questo lavoro di tesi, abbiamo trattato dei requisiti per aderire al regime, tra questi si ricorda l'obbligo di distribuzione dei dividendi pari almeno all'85%, che con la Riforma del 2014 è stato portato al 70%.

- Il Patrimonio Netto, ovvero i mezzi propri della società, che permette che il *cash flow* da ammortamento non debba andare a rimborsare le quote capitali dei finanziamenti, con la conseguenza di una maggiore solidità e un minore rischio di insolvenza;
- Le Passività Non Correnti, ovvero il ricorso all'indebitamento di medio-lungo periodo, che permettono che il *cash flow* da ammortamento venga utilizzato per il rimborso del finanziamento, con la conseguenza che c'è una minore solidità rispetto al caso precedente;
- Le Passività Correnti, ovvero l'indebitamento di breve periodo da rimborsare entro i 12 mesi. In questo caso il *cash flow* da ammortamento non si è ancora prodotto, pertanto sarà necessario reindebitarsi a scadenza, con la conseguenza che società non viene considerata solida e autonoma.

Al fine di verificare che le Immobilizzazioni siano state finanziate correttamente, vengono calcolati i quozienti di struttura primario e secondario. Quelli di Beni Stabili relativi agli esercizi 2010 e 2011 sono riportati nella tabella seguente:

|                                  | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|----------------------------------|-------------|-------------|
| <b>Quoziente di Struttura I</b>  | 48,08%      | 47,05%      |
| <b>Quoziente di Struttura II</b> | 105,00%     | 96,21%      |

Il quoziente di struttura primario rapporta il valore dei Mezzi Propri a quello delle Attività Non Correnti, al fine di verificare se da soli riescono a finanziare l'intero Attivo non Corrente. Nella pratica non accade quasi mai, anche in relazione al fatto che le società decidono di indebitarsi per il trattamento fiscale degli interessi passivi e per diversificare le fonti di finanziamento della società, il valore ideale del quoziente di struttura primario dovrebbe aggirarsi intorno al 70 per cento circa. In questo caso il valore rimane piuttosto stabile da un esercizio all'altro e si aggira intorno al 47-48 per cento. Ciò vuol dire che i Mezzi Propri finanziano quasi la metà degli investimenti in Attivo non Corrente.

Il quoziente di struttura secondario va a considerare anche le passività a medio-lungo termine, ovvero le passività non correnti. Viene rapportata la somma delle Passività non Correnti e dei Mezzi Propri all'Attivo non Corrente, al fine di verificare che siano finanziate da quest'ultimi, in relazione al fatto che bisognerebbe sempre evitare il finanziamento di attività non correnti con passività correnti per i problemi di solidità e insolvenza che ne possono derivare. Nel caso di Beni Stabili il quoziente di struttura secondario passa da 105% a 96,21%. Nel 2010 le fonti

di finanziamento a lungo termine coprivano perfettamente l'attivo non corrente, nel 2011 invece una piccola parte dell'attivo non corrente, poco più del 3 per cento, è coperto da passivo corrente. Tuttavia si ritiene che tale percentuale sia piuttosto esigua e non sono rilevabili cause di squilibrio per le quali tale valore è diminuito, per cui la ragione potrebbe essere legata ad un leggero aumento delle attività non correnti correlato a un rimborso di quote capitali di un debiti finanziari<sup>21</sup>.

Il secondo tema legato all'analisi di solidità è il grado di indebitamento della società, ovvero quanto e a quale tipologia di debito ricorre la società per finanziare le proprie attività. Le passività possono essere suddivise oltre che a lungo-medio termine e a breve, anche secondo la natura del debito, ovvero debiti commerciali o finanziari. Da tali suddivisioni otteniamo diversi indici di indebitamento, andando a rapportare diverse tipologie di debito ai mezzi propri:

|                                                     | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|
| <b>Quoziente di indebitamento finanziario netto</b> | 1,05        | 1,16        |
| <b>Quoziente di indebitamento complessivo</b>       | 1,44        | 1,46        |
| <b>Quoziente di indebitamento a lungo termine</b>   | 1,18        | 1,04        |
| <b>Quoziente di indebitamento a breve termine</b>   | 0,26        | 0,42        |

Il quoziente di indebitamento finanziario netto considera i debiti esclusivamente finanziari, sia a lungo che a breve termine, al netto delle disponibilità liquide della società, tale valore va poi rapportato ai mezzi propri. Si è scelto di considerare il quoziente al netto delle disponibilità liquide in quanto nella riclassificazione economica dello stato patrimoniale è prassi andare a considerare la Posizione Finanziaria al netto della cassa, in quanto si fa riferimento alla stessa natura dei valori. Tale quoziente va ad indicare quanti euro di debiti esistono per ogni euro di mezzi propri. Il valore massimo dovrebbe essere 1, nel nostro caso il valore è superiore

---

<sup>21</sup> Relazione Finanziaria 2011, p. 126.

all'unità sia nel 2010 che nel 2011, ciò vuol dire che la società ha più debiti finanziari che mezzi propri e ciò potrebbe andare ad intaccare la solidità della stessa.

Anche il quoziente di indebitamento complessivo è maggiore di 1 in entrambi i casi. In questo caso si considerano i debiti totali, sia a breve che a lungo, sia commerciali che finanziari. Dalla scomposizione successiva possiamo notare come la maggior parte del debito sia di lungo periodo, e ciò è coerente con la tipologia di attività che viene svolta dalla società, in quanto più dell'80 per cento dell'attivo è non corrente.

#### *Analisi di liquidità*

L'analisi di liquidità ha come obiettivo quello di verificare l'equilibrio finanziario di breve periodo. Essa viene condotta mediante il calcolo di indici, tuttavia il periodo di tempo in cui deve essere effettuata è piuttosto breve, pertanto dagli indici non si desumono constatazioni significative. In questo caso si vanno a raffrontare le Attività Correnti con le Passività Correnti, nel nostro caso entrambe le categorie sono residuali, per questo motivo ci soffermeremo esclusivamente sugli indici di primo livello.

Dai bilanci di Beni Stabili si può desumere che:

|                             | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| <b><i>Current Ratio</i></b> | 89,96%      | 46,22%      |
| <b><i>Quick Ratio</i></b>   | 71,43%      | 35,23%      |

Il *Current Ratio* va a rapportare l'Attivo Corrente alle Passività Correnti. Tale valore dovrebbe essere compreso tra 1 e 2, in questo caso è inferiore all'unità e si vede un ulteriore decremento tra il 2010 e il 2011, ciò comporta che l'attivo corrente non è sufficiente ad estinguere le passività a breve, pertanto le risorse per il soddisfacimento del passivo a breve dovranno essere attinte da altre fonti. Un *Current Ratio* così basso è legato innanzitutto al settore a cui stiamo facendo riferimento poiché si occupa prevalentemente di immobilizzazioni e non di un'attività che prevede un veloce rigiro. Secondo poi, nel 2011 c'è stato il raddoppiamento dei debiti finanziari rispetto al 2010 e ciò ha comportato un notevole aumento delle passività a breve, mentre l'attivo a breve ha visto una diminuzione delle disponibilità liquide dovuta ai maggiori obblighi di distribuzione dei dividendi richiesti dal regime.

Il *Quick Ratio* invece va a considerare esclusivamente le liquidità immediate e differite, in questo caso abbiamo tenuto conto esclusivamente delle disponibilità liquide e dei crediti

commerciali, dato che l'altra voce che compone l'attivo corrente è quella degli immobili destinati alla commercializzazione che non rientrano in nessuna delle categorie precedenti. Il valore di tali immobili è rimasto pressoché invariato da un anno all'altro, pertanto le stesse considerazioni svolte per il *Current Ratio*, si ritengono valide anche in questo caso. Va sottolineato come non esista la voce "Magazzino", in relazione alla tipologia di attività che viene svolta dalla società che non si occupa di produzioni di beni ma di gestione di immobili. Per questo motivo non è stata effettuata l'analisi per indici di rotazione.

#### *Analisi di Redditività*

L'analisi di redditività ha come obiettivo quello di verificare l'equilibrio economico della società, ovvero quello tra i costi e i ricavi.

|                                | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|
| <b>ROE</b>                     | 3,98%       | 0,97%       |
| <b>ROI</b>                     | 4,89%       | 3,19%       |
| <b>ROS</b>                     | 108,2%      | 68,2%       |
| <b><i>Capital Turnover</i></b> | 4,67%       | 4,52%       |

Per l'analisi di redditività va tenuto presente che gli anni 2010-2011 subivano ancora le conseguenze della crisi dei mutui *subprime*, pertanto sia la redditività per gli azionisti che quella operativa risultano essere piuttosto bassi non solo per motivi legati alla gestione, ma soprattutto per la crisi che è andata ad interessare tutti i settori, tra cui anche quello immobiliare.

Il ROE misura la Redditività per gli azionisti, di norma nel settore immobiliare ci si aspetterebbe almeno un ROE pari al 5-6 per cento, tuttavia gli anni che stiamo analizzando presentano un ROE piuttosto basso, soprattutto nel 2011. Il calcolo del ROE è stato effettuato tenendo conto del Reddito Netto del Gruppo e del Patrimonio Netto del Gruppo. Il valore di tale indice nel 2011 è influenzato prevalentemente dal valore del Reddito Netto, in quanto il Patrimonio Netto rimane pressoché uguale. Tale diminuzione è dovuta alle consistenti svalutazioni di immobili in portafoglio del 2011, le quali ammontavano a oltre € 85.000, contro le rivalutazioni di € 13.639 dell'anno precedente, tuttavia tali svalutazioni sono legate ad una discesa dei valori immobiliari nel mercato in generale e non per causa strettamente imputabili alla società.

Il ROI misura la Redditività degli investimenti operativi, tenendo conto esclusivamente del Reddito derivante dalla gestione operativa in relazione al capitale che è stato investito all'interno della società. Anche in questo caso se si tiene conto del valore dell'EBITDA nel 2010 e nel 2011, pari rispettivamente a € 224.024 e € 237.096, si nota subito come le differenze siano dovute alle svalutazioni successive, che hanno diminuito notevolmente il Reddito Operativo:

|                                                                 |          |         |
|-----------------------------------------------------------------|----------|---------|
| Reddito operativo ante rivalutazioni/(svalutazioni) di immobili | 237.096  | 224.024 |
| Rivalutazione/(svalutazioni) di immobili in portafoglio         | (85.275) | 13.639  |
| Reddito operativo                                               | 151.821  | 237.663 |

È questo il motivo per cui il ROI è diminuito da un esercizio all'altro, dato che il capitale investito è rimasto pressoché invariato.

Il ROI può essere ulteriormente scomposto in ROS e *capital turnover* secondo la seguente formula:

$$ROI = ROS \times \text{capital turnover}$$

Il ROS misura l'utile operativo in relazione al fatturato, infatti viene calcolato come rapporto tra il Reddito Operativo e le Vendite dell'esercizio. Il *capital turnover* invece, misura il numero il volte in cui la società recupera il capitale che è stato investito nella gestione operativa. Dalla tabella della pagina precedente è possibile desumere che la variazione del ROI dal 2010 al 2011 sia dovuta a una variazione del ROS, il quale è passato da 108,2% a 68,2% mentre il capital turnover è rimasto pressoché invariato.

Infine, la variazione del ROS è sempre riconducibile alla diminuzione del Reddito Operativo, poiché il fatturato dal 2010 al 2011 non ha subito variazioni.

Dall'analisi effettuata precedentemente siamo riusciti ad inquadrare la società andando ad indagare sull'equilibrio economico e finanziario della stessa. Gli ultimi dati che è necessario calcolare sono quelli relativi all' *Asset Test* e al *Profit Test* che vengono richiesti al fine di verificare se l'attività svolta dalla società può essere considerata come prevalente e quindi usufruire del Regime SIIQ. Andremo ad effettuare il calcolo dell'*Asset Test* del *Profit Test* nel 2010 e nel 2011, cercando di capire se la società ha dovuto riorganizzarsi al fine di rientrare nelle soglie previste dalla normativa.

Come già analizzato in precedenza<sup>22</sup>:

- *Asset Test*: il parametro patrimoniale è rispettato quando “*gli immobili posseduti a titolo di proprietà o di altro diritto reale destinati all’attività di locazione immobiliare rappresentano almeno l’80 per cento dell’attivo patrimoniale*”.
- *Profit test*: il parametro reddituale è rispettato “*se, in ciascun esercizio, i ricavi provenienti dall’attività di locazione immobiliare rappresentano almeno l’80 per cento dei componenti positivi del conto economico.*”

Andiamo ora ad effettuare il calcolo dei parametri tenendo conto delle indicazioni contenute nella Circolare 8/E del 2008.

|                           | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|---------------------------|-------------|-------------|
| <b><i>Asset Test</i></b>  | 86,3%       | 85,4%       |
| <b><i>Profit Test</i></b> | 78%         | 76%         |

L’*Asset Test* deve considerare al numeratore gli immobili destinati alla locazione e le partecipazioni finanziarie in altre SIIQ, mentre al denominatore il totale dell’attivo patrimoniale, al netto di tutte quelle poste che non sono relative all’attivo della gestione esente. Nel nostro caso si è ritenuto opportuno depurare il denominatore esclusivamente delle disponibilità liquide, così come stabilito dalla Circolare dell’Agenzia delle Entrate, in quanto tali attività non sono ancora riconducibili alla gestione esente o a quella imponibile. Pertanto:

- Numeratore: abbiamo considerato la sommatoria del valore degli immobili di investimento e in fase di sviluppo;
- Denominatore: abbiamo considerato l’attivo patrimoniale al netto delle disponibilità liquide.

Da tale calcolo, come illustrato nella tabella di cui sopra, si può desumere che il parametro dell’*Asset Test* era rispettato anche prima dell’adozione del Regime. Ciò è coerente con l’analisi effettuata precedentemente, in quanto abbiamo più volte sottolineato che sia il valore del capitale investito che delle immobilizzazioni è rimasto pressoché invariato, mentre uno dei pochi valori che si discosta da un esercizio all’altro è quello della liquidità.

Il *Profit Test* considera al numeratore i ricavi derivanti dell’attività di locazione di immobili, mentre al denominatore il totale dei ricavi, che devono essere opportunamente rettificati in

---

<sup>22</sup> Capitolo 1, Requisiti Oggettivi

base alle disposizioni dell'Agenzia delle Entrate. È necessario ricordare che in entrambi i casi non vengono conteggiate le rivalutazioni di immobili, in quanto mera conseguenza dei metodi di valutazione utilizzati dalla società. Inoltre si ricorda che con la Riforma del 2014 verranno conteggiati anche i proventi derivanti da partecipazioni in fondi immobiliari. Pertanto:

- Numeratore: abbiamo considerato i Ricavi Netti di locazione;
- Denominatore: abbiamo considerato la sommatoria dei ricavi da locazione, da servizi e altri ricavi, compresi quelli derivanti dalla vendita degli immobili.

In questo caso il parametro non è rispettato, tuttavia la normativa prevede un *grace period* di 2 anni (dal 2014 è diventato di 3 anni) per adeguarsi al rispetto del requisito patrimoniale e reddituale. Infatti, come vedremo in seguito nell'analisi che tiene conto anche degli esercizi successivi, Beni Stabili a partire dal 2012 rispetta perfettamente entrambi i requisiti.

I risultati di tali analisi sottolineano come Beni Stabili sia riuscita a trasformarsi in SIIQ anche in relazione al fatto di non dover effettuare grandi cambiamenti nella propria struttura, dato che già nel 2010 possedeva i requisiti dimensionali per poter accedere al Regime. Probabilmente il processo di riorganizzazione ha interessato gli esercizi precedenti al 2010 di modo da poter avere dei parametri congrui alla fine del 2010 per poter aderire al regime. Inoltre c'è da sottolineare che la Società ha sempre svolto come *Core Business* attività di locazione di immobili come abbiamo visto anche nel paragrafo relativo alla storia della società stessa, e quindi ci si aspettava che rispettasse già nel 2010 i parametri che identificano tale tipologia di attività.

In sintesi da tale analisi possiamo desumere che:

- L'attivo è quasi interamente composto da immobili, suddivisi in relazione all'uso degli stessi, mentre le passività sono quasi tutte di lungo periodo;
- Gli indici di struttura mostrano che il finanziamento dell'attivo non corrente è effettuato quasi completamente dal patrimonio netto e dalle passività non correnti. Tali indici sono diminuiti dal 2010 al 2011, lasciando circa il 3 per cento dell'attivo non corrente finanziato mediante passività a breve. Per quanto riguarda le fonti di finanziamento si dovrebbe aumentare il finanziamento mediante mezzi propri e diminuire il ricorso all'indebitamento.
- Gli indici di liquidità mostrano una riduzione delle disponibilità liquide da un esercizio all'altro con la conseguenza che l'attivo corrente non è sufficiente ad estinguere le passività correnti. Tale situazione è relativa a molteplici fattori: la crisi

dei mutui *subprime*, la scarsa dinamicità del settore immobiliare in quegli anni, l'adozione del regime SIIQ.

- Gli indici di redditività sono al di sotto della media di settore, soprattutto nel 2011. In generale, tale situazione è dovuta all'immobilizzo del mercato immobiliare successivo alle crisi del 2008. Per quanto riguarda la riduzione del ROE e del ROI da un esercizio all'altro si ritiene che la causa principale sia legata alle svalutazioni che hanno subito gli immobili pari a € 85.000.
- L'*asset test* è rispettato fin dal primo esercizio in cui si aderisce al regime, mentre il *profit test* verrà rispettato a partire dal 2012.

#### 4.2.2 L'analisi per indici dal 2008 al 2015

In questo paragrafo andremo ad analizzare l'evoluzione dei principali indici e valori della società dal 2008 al 2015, di modo da verificare in primo luogo come è cambiata la struttura della stessa dal triennio prima dell'adozione del regime al triennio successivo; in secondo luogo qual è stato l'andamento di tali indici negli ultimi due esercizi e a seguito della Riforma del 2014. Infine il nostro obiettivo sarà quello di andare a verificare quali sono state le conseguenze derivanti dalla scelta di aderire al Regime SIIQ a partire dall'esercizio 2011.

Di seguito riportiamo i dati essenziali dell'analisi di bilancio svolta per gli esercizi 2008-2015:

|                                                     | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|-----------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b><i>Immobil<br/>Ci</i></b>                        | 80,36% | 84,74% | 81,85% | 83,67% | 87,20% | 83,92% | 88,76% | 90,19% |
| <b><i>Liquidità<br/>Ci</i></b>                      | 1,48%  | 2,30%  | 6,32%  | 3,41%  | 1,15%  | 3,24%  | 2,57%  | 1,96%  |
| <b><i>Current<br/>Ratio</i></b>                     | 1,40   | 1,05   | 0,89   | 0,46   | 0,30   | 0,81   | 0,47   | 1,13   |
| <b><i>Indice di<br/>ind.<br/>permanente</i></b>     | 95,79% | 93,79% | 89,62% | 83,13% | 85,44% | 93%    | 86,79% | 96,72% |
| <b><i>Quoziente<br/>di ind.<br/>complessivo</i></b> | 1,42   | 1,46   | 1,44   | 1,46   | 1,42   | 1,42   | 1,35   | 1,34   |
| <b><i>Quoziente</i></b>                             | 1,31   | 1,32   | 1,18   | 1,04   | 1,07   | 1,25   | 1,05   | 1,27   |

|                                  |       |        |       |       |        |        |        |        |
|----------------------------------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <i>di ind. a lungo</i>           |       |        |       |       |        |        |        |        |
| <i>Quoziente di ind. a breve</i> | 0,11  | 0,14   | 0,26  | 0,42  | 0,35   | 0,17   | 0,3    | 0,07   |
| $\frac{PFN}{Mp}$                 | 1,13  | 1,13   | 1,05  | 1,16  | 1,19   | 1,14   | 1,18   | 1,18   |
| <b>ROE</b>                       | 1,90% | -2,78% | 3,98% | 0,97% | -0,84% | -0,22% | -12%   | -3,7%  |
| <b>ROI</b>                       | 4,55% | 0,67%  | 4,89% | 3,19% | 2,10%  | 2,10%  | 3,73%  | 2%     |
| <b>Asset Test</b>                | 87,2% | 85,6%  | 86,3% | 85,4% | 87,70% | 86,28% | 90,66% | 91,52% |
| <b>Profit Test</b>               | 91%   | 97%    | 78%   | 76%   | 96%    | 96%    | 97%    | 98%    |

Per quanto riguarda la composizione del capitale abbiamo considerato esclusivamente il peso che gli immobili e la liquidità hanno sul totale del capitale investito, in quanto altre voci come le immobilizzazioni immateriali o i crediti non destavano particolare interesse in relazione alla tipologia di analisi che andremo a svolgere. Nella voce “immobili” sono ricompresi gli immobili da investimento, quelli in via di sviluppo e quelli strumentali ad altri beni. Tali tipologie di immobili rientrano nella gestione esente a partire dall’esercizio 2011. La società, come abbiamo già detto in precedenza, si occupava di investimenti immobiliari e locazione degli stessi anche prima di aderire al regime SIIQ. Per questo motivo il capitale era ed è tutt’oggi prevalentemente composto da immobili. Tale prevalenza è aumentata negli ultimi esercizi in quanto sono stati acquisiti nuovi immobili al fine di dare ancora più spazio all’attività di locazione degli stessi rispetto alle attività strumentali che sono andate a ridursi negli anni. Ciò è desumibile sia da una diminuzione degli “Altri ricavi e oneri”, cioè di quei ricavi non relativi all’attività di locazione d’immobili, che da una diminuzione dei Ricavi Netti da Servizi. A tal proposito, nel 2014, c’è stato il deconsolidamento di Beni Stabili Gestioni SGR, la quale è stata fusa per incorporazione in Investire Immobiliare SGR. La fusione ha comportato una maggiore concentrazione della società esclusivamente sull’attività di locazione immobiliare delle SIIQ.

Il peso della liquidità sul capitale investito è sempre stato piuttosto esiguo. Ciò è dovuto prevalentemente al settore in cui opera Beni Stabili, in quanto il settore immobiliare è da sempre piuttosto illiquido. La liquidità della società è andata diminuendo ancora dopo l’adozione del Regime, ciò è dovuto agli obblighi di distribuzione particolarmente stringenti

imposti dalla riforma. Infatti ricordiamo che fino al 2014, l'85 per cento dei dividendi dovevano essere obbligatoriamente distribuiti ai soci al fine di evitare che fosse rimandata la tassazione degli stessi, i quali non vengono tassati in capo alla società, ma esclusivamente in capo ai soci. La percentuale dell'85 per cento era stata considerata come una delle criticità principali della normativa originaria SIIQ, per questo motivo la soglia è stata diminuita al 70 per cento con la Riforma del 2014. Ciò potrà permettere una maggiore liquidità alla società e la possibilità di autofinanziarsi con una parte dei dividendi che andrebbero distribuiti ai soci, ricorrendo così in misura minore all'indebitamento finanziario. Inoltre parte degli utili potrebbero essere destinati ad attività non *core*, facendo in modo che le società possano dedicarsi anche allo sviluppo di attività strumentali e diversificare il proprio portafoglio. A sostegno della necessità di maggiori disponibilità liquide o crediti a breve termine c'è un *current ratio* altalenante, che va a sottolineare la poca liquidità della società. Ci si aspetta che la Riforma risolva, anche parzialmente, questo problema.

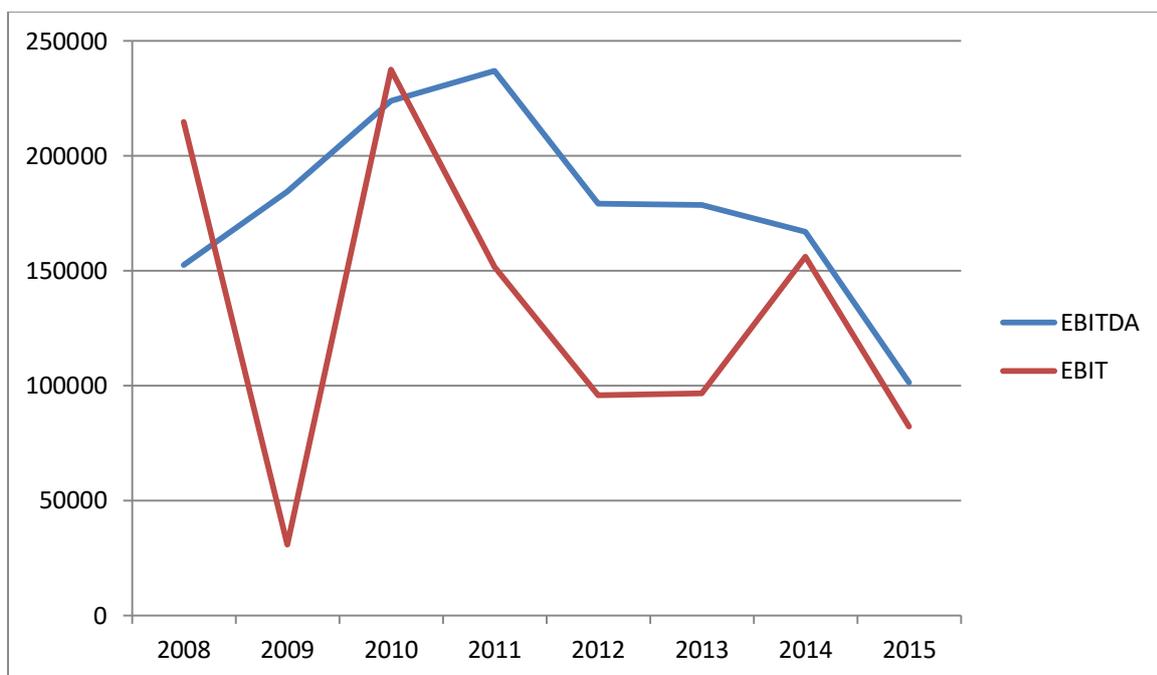
Alla questione della liquidità è legata anche quella dell'indebitamento, in quanto i limiti stringenti imposti dalla Riforma originaria del 2007, relativamente alla distribuzione degli utili ai soci, comportavano che si dovesse ricorrere maggiormente all'indebitamento. L'indice di indebitamento permanente tiene conto delle passività non correnti e del patrimonio netto, che vanno a finanziare quasi interamente l'attivo non corrente della società. Tale indice è rimasto più o meno stabili negli anni. La differenza dal 2014 al 2015 di quasi 10 punti percentuali, è dovuta ad un aumento di capitale che è stato effettuato dalla società nel 2014, al fine di ricorrere a maggiori mezzi propri per il finanziamento degli impieghi.

Per quanto riguarda il quoziente di indebitamento complessivo, e la sua scomposizione in quoziente a lungo termine e a breve termine, quest'ultimo rimane pressoché costante negli anni. La società ricorre quasi esclusivamente al debito di lungo periodo, in relazione alla tipologia di attività che svolge. La diminuzione negli ultimi due esercizi potrebbe essere legata sia all'aumento di capitale effettuato nel 2014, sia alla diminuzione della soglia di distribuzione degli utili al 70 per cento, che come abbiamo detto precedentemente, ha aumentato le possibilità di autofinanziamento della società mediante il 30 per cento dei dividendi totali. In sostanza, se è possibile considerare l'adozione del Regime come una delle cause dell'aumento dell'indebitamento, la diminuzione della soglia al 70 per cento comporterà sicuramente effetti positivi sulle modalità di finanziamento della società.

Infine, il quoziente di indebitamento finanziario tiene conto esclusivamente dei debiti finanziari sia di breve che di lungo periodo al netto delle disponibilità liquide, rispetto ai

mezzi propri. Come detto in precedenza, tale quoziente dovrebbe essere massimo pari ad 1, tuttavia la società presenta un quoziente tra l'1,13 e 1,19, e ciò si ricollega al problema dell'indebitamento eccessivo di cui sopra. Tuttavia si ritiene che tale valore non sia dovuto esclusivamente all'adozione del Regime in quanto anche nel triennio precedente alla stessa, i valori erano i medesimi.

Per quanto riguarda gli indici di Redditività, l'andamento negativo degli stessi è dovuto per lo più a svalutazioni di immobili nel corso dei vari esercizi. Ad esempio nel 2009 la società ha subito svalutazioni pari a € 121.000, nel 2011 pari a circa € 85.000, e ancora così negli anni successivi. Al fine di verificare come tali svalutazioni abbiano impattato sul reddito operativo della società, e di conseguenza sia sul ROI che sul ROE, nel grafico che segue viene mostrato l'andamento dell'EBITDA, ovvero del Reddito Operativo prima che vengano sottratti gli ammortamenti e la svalutazioni e dell'EBIT.



Tale grafico è utile al fine di verificare come è cambiata la redditività della società nei vari esercizi. I picchi del triennio antecedente alla Riforma sono dovuti per lo più alla crisi del 2008, che ha portato una notevole svalutazione degli immobili nel 2009. Negli anni 2010-2011 c'è stato un Ebitda in crescita in relazione alle vendite di immobili che sono state

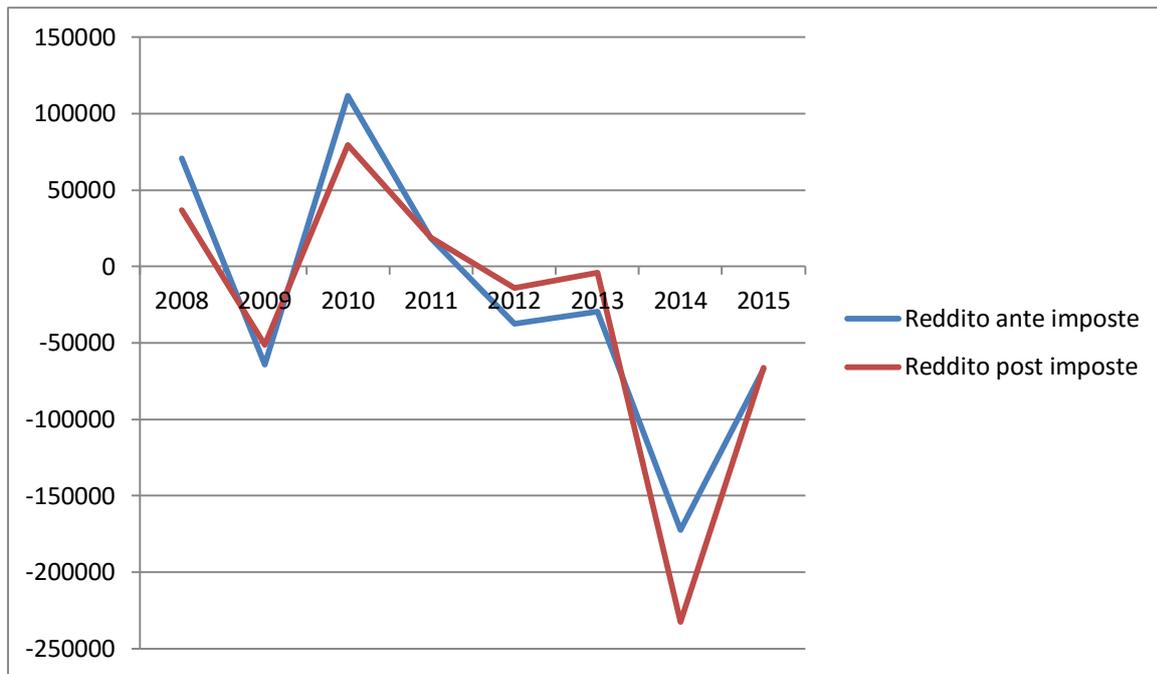
effettuate<sup>23</sup>. In generale la situazione è stata piuttosto mutevole, sia per la crisi che la società ha dovuto affrontare, sia in relazione alle varie operazioni di riorganizzazione che sono state effettuate all'interno della società per snellire la struttura e aumentare la concentrazione delle attività nella locazione di immobili. Negli ultimi due anni infatti, si sono notevolmente ridotti i ricavi netti da servizi e gli altri ricavi, per questo motivo abbiamo una diminuzione generale dell'EBITDA, tuttavia sono diminuite anche le svalutazioni, dato che il mercato è più stabile rispetto agli esercizi precedenti. Un cenno a parte merita l'anno 2014, in quanto in tale esercizio è stato caratterizzato da particolare eventi straordinari quali: l'estinzione anticipata di finanziamenti e la cancellazione di crediti da imposte, in quanto con l'entrata in vigore del Decreto Sblocca Italia diventano esenti i margini di vendita di immobili destinati alla locazione. Tali eventi sono andati ad impattare soprattutto sul ROE, tuttavia ci si aspetta un miglioramento negli esercizi successivi grazie ad un'ottimizzazione degli oneri finanziari e una riduzione del costo medio del Debito.

In generale si può dire che l'adozione al regime SIIQ abbiamo comportato una maggiore concentrazione delle risorse nell'attività di locazione di immobili. Tale scelta ha avuto come conseguenza una riorganizzazione non solo delle risorse, ma anche delle società controllate e collegate, infatti è stata deconsolidata nel 2014 Beni Stabili Gestioni SGR e sono state incorporate nel 2015 IMSER 60 SIINQ S.p.A. e B.S. Immobiliare 8 S.p.A. SIINQ. La corretta gestione dell'area operativa è desumibile anche dal fatto che il ROI rimane positivo durante tutto il periodo di tempo analizzato, mentre il ROE subisce l'impatto dell'area extraoperativa, finanziaria e fiscale con la conseguenza di un andamento altalenante.

Il maggiore effetto positivo dell'adozione del Regime SIIQ è quello fiscale. Vediamo l'andamento del Reddito prima e dopo l'applicazione delle imposte:

---

<sup>23</sup> "la vendita di circa 96,2 milioni di Euro di immobili e la firma di preliminari di vendita per ulteriori 26,6 milioni di Euro; tali dismissioni riguardano principalmente immobili non core e immobili del portafoglio Telecom Italia" Relazione Finanziaria 2011



Il rispetto dei requisiti previsti dalla normativa comporta l'esenzione dall'IRES e dall'IRAP dei redditi derivanti esclusivamente dall'attività di locazione immobiliare, con la conseguenza che i dividendi vengono tassati solo in capo ai soci al momento della distribuzione. La società ha quindi un notevole risparmio d'imposta. L'unica imposta che dovrà essere pagata dalla società è quella d'ingresso al regime, che sarà corrisposta in 5 esercizi a partire da giugno 2011.

A partire dall'esercizio 2011, ovvero il primo in cui la società aderisce al regime, le imposte pagate si riferiscono esclusivamente alle attività che rientrano nella gestione imponibile, ovvero diverse dalla locazione di immobili. In particolare si fa riferimento alla tassazione sulle vendite degli immobili e sui ricavi derivanti dai servizi, ovvero su quelli derivanti dall'attività di gestione dei fondi da parte di Beni Stabili Gestioni SGR, tuttavia dopo il deconsolidamento della stessa tali ricavi e di conseguenza le imposte derivanti dagli stessi, non sono più di competenza della società. Solo nel 2014 vediamo un incremento delle imposte dovute all'entrata in vigore del Decreto Sblocca Italia che ha comportato la cancellazione di imposte differite attive che si riferivano ad esercizi precedenti. Il disposto normativo stabilisce infatti che sono esenti dall'IRES e dall'IRAP anche i margini realizzati dalla vendita degli immobili facenti parte del patrimonio SIIQ/SIINQ. A parte il caso particolare del 2014, è chiaro come tra i benefici del Regime SIIQ ci sia il risparmio d'imposta.

In ultimo ci restano da analizzare le variazioni nell'*Asset Test* e nel *Profit Test* degli esercizi considerati. La società anche quando non aveva ancora aderito al Regime, presentava un *Asset Test* superiore all' 80 per cento, in relazione all'attività di locazione di immobili che veniva effettuata dalla stessa. Anche questo è stato uno dei motivi per cui si è riuscito ad aderire al Regime senza troppa difficoltà e soprattutto senza stravolgere la struttura societaria di Beni Stabili. Negli ultimi esercizi tale valore è andato ad aumentare, passando dall' 80 per cento del 2008 al 90 per cento del 2015, in relazione alla maggiore concentrazione della società sull'attività di locazione immobiliare e al passaggio delle attività strumentali alle società controllate, al fine di rendere più trasparente e snella la gestione degli immobili.

Per quanto riguarda il *Profit Test*, all'aumentare dell'attività di locazione immobiliare sono aumentati anche i ricavi derivanti dalla locazione. Tale aumento era necessario in quanto nel 2011, il requisito reddituale non era rispettato dalla società, poiché pari al 76%. La società era perciò obbligata ad implementare l'attività per ottenere maggiori proventi da locazione, entro 2 anni dall'adozione del Regime, così come stabilito dalla normativa. Tale *grace period* attualmente è stato portato a 3 esercizi. Ad oggi il *Profit test* è superiore al 90 per cento, in relazione alla volontà della società di dedicarsi quasi totalmente all'attività di locazione di immobili.

#### **4.3 Beni Stabili: l'impatto dell'adozione del Regime SIIQ**

L'analisi di bilancio che abbiamo condotto nei paragrafi precedenti ha sottolineato i benefici e le criticità legati all'adozione del regime, in un momento storico in cui i mercati non sono stati caratterizzati da stabilità, e ciò ha influito sicuramente sugli indici di bilancio. In generale i risultati ottenuti sono stati influenzati da una serie di variabili, pertanto non è stato possibile isolare in toto gli effetti derivanti dall'adozione del Regime da parte della società dagli effetti legati ad altri eventi. Inoltre va considerato che non tutti gli effetti derivanti dalla adozione del Regime SIIQ sono visibili attraverso i dati di bilancio, pertanto questo paragrafo conclusivo è necessario per avere una visione d'insieme e stabilire in generale, se l'adozione del Regime SIIQ rappresenta una possibilità di sviluppo concreta per le società immobiliari, soprattutto alla luce della Riforma del 2014; in particolare, come tale scelta ha impattato su Beni Stabili.

Partiamo dalle criticità che sono state rinvenute durante l'analisi di bilancio condotta sugli esercizi 2008-2015. In generale le società di investimento immobiliare sono caratterizzate da

scarsa liquidità, in relazione all'attività che viene svolta dalle stesse. Per aderire al Regime SIIQ la società ha dovuto rispettare una serie di requisiti stringenti che sono andati ad impattare ancora di più sulla liquidità della stessa, peggiorando la situazione precedente. Ciò è stato possibile desumerlo sia dall'analisi di liquidità effettuata negli esercizi 2010-2011, che in generale da quella relativa al periodo 2008-2015 che ha sottolineato come i problemi di liquidità di Beni Stabili fossero pregressi rispetto all'adozione del regime SIIQ e che il netto distacco tra il 2010 e il 2011 non è dipeso esclusivamente dalla stessa. Come abbiamo detto in precedenza, l'obbligo di distribuzione nella normativa originaria era pari all'85 per cento, con la Riforma la soglia è diminuita al 70 per cento. Tale premessa è fondamentale poiché la struttura diventa così più flessibile, con la conseguenza che viene temperato anche l'impatto sulla liquidità. Per quanto riguarda i dati a nostra disposizione, possiamo solo fare affidamento a quelli del 2015, in quanto la Riforma è entrata in vigore a partire dal 1 gennaio di quell'anno, e quindi non abbiamo un trend che dimostri come la liquidità sia andata effettivamente ad aumentare. Ci si aspetta però che la società abbia maggiori disponibilità liquide negli esercizi successivi, in relazione alla possibilità di reinvestire fino al 30 per cento degli utili.

Altra criticità desumibile dai dati di bilancio è l'aumento dell'indebitamento e della dipendenza finanziaria da parte di terzi. Anche in questo caso il problema è riconducibile alla liquidità, in quanto nel momento in cui la società era obbligata a distribuire almeno l'85 per cento degli utili, veniva a mancare la possibilità di poter utilizzare quegli utili per autofinanziarsi. Ciò ha comportato un ricorso eccessivo all'indebitamento, che è leggermente diminuito negli ultimi anni grazie ad un aumento di capitale effettuato da parte della società e ad un'estinzione anticipata di finanziamenti. Così come per la liquidità ci si auspica che una maggiore flessibilità sulla distribuzione degli utili comporti anche una diminuzione dell'indebitamento negli esercizi successivi.

Infine la terza criticità è legata alla rigidità derivante dal rispetto del requisito patrimoniale e reddituale. L'obbligo di avere attività di locazione immobiliare almeno pari all'80 per cento limita la società a svolgere prevalentemente una singola tipologia di attività, con la conseguenza che c'è una scarsa diversificazione dei rischi, che sono tutti connessi ad un solo tipo di investimento. Tuttavia si ritiene che la società si dedicasse a tale attività anche prima di aderire al regime, e ciò è dimostrato anche dai valori dell'*Asset Test* negli esercizi precedenti all'adozione del Regime, che sono già superiori all'80 per cento. Pertanto

quest'ultima non ha subito una grande riorganizzazione per aderire al regime e il fatto che negli anni successivi all'adozione si sia maggiormente focalizzata esclusivamente sugli investimenti immobiliari sottolinea ancora di più la volontà della stessa di dedicarsi a tale attività. Quindi, in questo caso specifico, la rigidità legata allo svolgimento della singola attività non viene vista come una criticità ma come una scelta che è stata presa consapevolmente da parte della società.

Veniamo adesso ai benefici derivanti dall'adozione del Regime. Il Beneficio principale è senza dubbio quello fiscale. Il Reddito derivante dall'Attività di locazione immobiliare, detto anche Reddito della gestione esente, non è considerata reddito imponibile né ai fini IRES né a quelli IRAP. Ciò comporta un beneficio fiscale notevole e un risparmio d'imposta per la società. Anche in questo caso la Riforma dl 2014 è intervenuta per aumentare tali benefici, in quanto ha ampliato le categorie di Redditi che vengono ricompresi nell'attività di locazione immobiliare e quindi esenti *ex lege*. Ad esempio dal 2014 rientrano nei redditi esenti quelli derivanti dalla vendita di immobili che venivano locati dalla società in precedenza.

Un altro beneficio è legato alla focalizzazione esclusiva sull'attività di locazione prevalente. Se da un lato determina rigidità e quindi maggiori rischi per la società, dall'altro incide positivamente sull'area operativa. La società infatti da un punto di vista operativo ha sempre mantenuto indici positivi, mentre la gestione finanziaria e quella extraoperativa sono quelle che hanno impattato negativamente sul ROE. Per questo motivo si ritiene che, dedicandosi maggiormente a tale area, il risultato per gli investitori potrà essere più soddisfacente, anche in relazione alla diverse fonti di finanziamento che la società sta considerando in questi ultimi esercizi, che dovrebbero impattare positivamente sull'area finanziaria.

Infine un'importante beneficio che non è desumibile dai dati di bilancio è quello legato all'attrattività dello strumento per gli investitori esteri e per quelli istituzionali. La società, aderendo al Regime SIIQ, presenta le caratteristiche dei *Reits* globali garantendo un elevato standard agli investitori, proprio grazie ai requisiti stringenti che vengono richiesti dalla normativa. Se poi la normativa originaria presentava delle criticità, con il Decreto Sblocca Italia si è ovviato alle maggiori problematiche, avvicinando ancora di più lo strumento italiano a quelli internazionali. La diminuzione della soglia di distribuzione degli utili, l'innalzamento delle soglie per il controllo e del flottante hanno garantito un maggiore sviluppo dello strumento e ciò è dimostrato anche da tutte le altre società che in questi mesi

hanno deciso di aderire al regime SIIQ. L'eventuale moltiplicarsi del numero di SIIQ, comporterà anche l'aumento della liquidità all'interno del settore immobiliare. Ancor di più la possibilità di poter investire nei fondi immobiliari, usufruendo del regime di esenzione, e l'estensione di tali esenzioni anche ai margini delle vendite di immobili destinati alla locazione, garantiscono un maggiore utilizzo dello strumento.

Alla luce di queste considerazioni, si ritiene che l'adozione del Regime SIIQ possa considerarsi come una concreta possibilità di crescita per tutte quelle società che intendono dedicarsi ad una attività specifica, ovvero quella della locazione di immobili, godendo di una serie di vantaggi non solo fiscali, ma soprattutto legati alla tipologia di investitori che vengono attratti dalle caratteristiche dei *Reits* globali, che rappresentano una garanzia per gli stessi.

## Conclusioni

L'obiettivo principale di questo lavoro di tesi era approfondire il tema delle SIIQ, strumento introdotto sul mercato nel 2007 e successivamente modificato nel 2014 con il Decreto Sblocca Italia, al fine di adeguare il mercato italiano al contesto internazionale. Ogni capitolo poi, aveva un obiettivo differente, in quanto si è cercato di approfondire diversi aspetti legati a tale strumento, in particolare quelli normativi, fiscali, contabili e di valutazione. L'analisi condotta voleva dimostrare l'impatto che l'adozione del regime ha avuto sulle società che hanno deciso di aderirvi e in particolare se si potesse parlare di concrete possibilità di crescita per le stesse.

In sintesi possiamo concludere che:

- La normativa così come introdotta con il D.L. 296/2006 presentava una serie di criticità che non hanno permesso lo sviluppo dello strumento nel mercato così come ci si aspettava. Seppure le Riforme successive hanno cercato di adeguare tale normativa al contesto italiano post crisi e risolvere le problematiche che via via andavano presentandosi, esclusivamente la Riforma del 2014 ha avuto un impatto decisivo sull'adozione di tale strumento, rendendolo più flessibile e attrattivo per gli investitori. Andando a confrontare la normativa originaria con le modifiche che sono state apportate nel 2014 sono state risolte una serie di criticità, legate prevalentemente ai requisiti originari troppo stringenti. Tra tali modifiche si ritiene che quella che ha avuto un ruolo fondamentale sia stata la diminuzione della soglia di utili distribuiti che passa dall'85 per cento al 70 per cento, garantendo maggiore liquidità alle società e la possibilità di investire maggiori risorse al fine di valorizzare il complesso di immobili gestiti da tali società. In particolare tali modifiche hanno permesso che lo strumento adeguasse le proprie soglie a quelle richieste per strumenti simili in altri Stati, con la conseguenza che la normativa è stata allineata rispetto a quelle internazionali, aumentando l'appetibilità delle SIIQ sul mercato.
- Per poter contestualizzare lo strumento era necessaria un'analisi del contesto nazionale e internazionale al fine di comprendere il mercato in cui le SIIQ devono operare. Da tale analisi abbiamo verificato come il Legislatore si sia ispirato a normative di altri

Paesi e come si siano coordinati tra di loro i vari strumenti presenti nel mercato italiano, in particolare il coordinamento tra le SIIQ e i Fondi Immobiliari.

Per quanto riguarda il contesto internazionale possiamo concludere che sebbene il Legislatore si sia ispirato alla normativa dei *Reits* statunitensi e delle SIIQ francesi, le quali hanno avuto successo nei rispettivi Paesi, l'impatto dell'introduzione del Regime in Italia è stato completamente differente. Tali differenze sono legate prima di tutto ai momenti in cui tale normativa è stata introdotta, infatti anche i *G-Reits* tedeschi introdotti negli stessi anni delle SIIQ italiane, hanno incontrato le stesse difficoltà. Secondo poi, la mancata diffusione è legata ad un problema tipico del contesto italiano: la poca fiducia negli strumenti quotati sul mercato. Problema che non è presente in Francia, né negli USA.

Per quanto riguarda il contesto nazionale, possiamo concludere che le SIIQ sono state introdotte al fine di fornire uno strumento alternativo agli investitori, soprattutto esteri e di conseguenza far ripartire il settore immobiliare italiano. La riforma è intervenuta anche nel rapporto tra i Fondi Immobiliari e le SIIQ, in particolare introducendo i proventi derivanti dalle partecipazioni in Fondi Immobiliari nel calcolo dell'*Asset Test* e del *Profit Test* e modificando la disciplina relativa ai conferimenti effettuati da parte dei Fondi Immobiliari in una SIIQ. Tale interconnessione rappresenta una delle modifiche salienti introdotte dalla Riforma, in quanto permette di conciliare l'utilizzo di entrambi gli strumenti da parte degli investitori.

- La valutazione degli immobili viene effettuata secondo i principi contabili internazionali, in relazione alle differenti tipologie di casi. Lo IAS 16, tratta la valutazione delle Immobilizzazioni Materiali, le quali vanno rilevate inizialmente al costo e poi valutate secondo il metodo del costo o della rideterminazione del valore. Lo IAS 17, tratta la valutazione dei beni oggetto di Leasing, finanziario ed operativo, distinguendo tra la valutazione nel bilancio del locatore e in quello del locatario. Lo IAS 40, tratta la valutazione degli investimenti immobiliari che vanno valutati inizialmente al costo, e successivamente al metodo del *fair value* o quello del costo (in via residuale). Infine lo IFRS 5, tratta la valutazione delle attività non correnti destinate alla vendita, le quali devono essere valutate al minore tra il valore contabile e il *fair value* al netto dei costi di vendita. Il nostro obiettivo era quello di analizzare i Principi da tenere presenti al fine di effettuare l'analisi di bilancio di Beni Stabili Spa SIIQ.

- L'impatto che l'adozione del Regime SIIQ ha avuto su Beni Stabili è stato analizzato tenendo conto sia dei risultati dell'analisi di bilancio, che delle caratteristiche dello strumento analizzate nei capitoli precedenti. Si ritiene che sono identificabili una serie di benefici e di criticità derivanti dall'adozione del regime.

Per quanto riguarda le criticità, prima fra tutte vi è quella legata alla rigidità dei requisiti per esercitare l'opzione. Da questo punto di vista è però intervenuta la Riforma che è andata ad attutire questa problematica. Ciò è stato possibile desumerlo dall'analisi di liquidità condotta dall'esercizio 2008 al 2015, che ha evidenziato innanzitutto che i problemi di liquidità della società fossero pregressi rispetto all'adozione del regime, e che la Riforma del 2014 dovrebbe migliorare questa situazione, fornendo la possibilità di investire maggiori risorse per la valorizzazione del patrimonio immobiliare. Una seconda criticità desumibile dai dati di bilancio è l'aumento dell'indebitamento. Tale problematica è riconducibile agli obblighi di distribuzione degli utili stringenti, pertanto la diminuzione della soglia dall'85 per cento al 70 per cento, potrebbe migliorare tale situazione in quanto tali utili potranno essere utilizzati per ulteriori investimenti. Infine la terza criticità è legata alla rigidità derivante dal rispetto dell'*Asset Test* e del *Profit Test*, che limita la società a svolgere una specifica attività, ovvero quella di locazione di immobili, senza la possibilità di ridurre i rischi diversificando il proprio *business*. Tuttavia nel nostro caso specifico tale criticità è relativa, in quanto Beni Stabili svolgeva tale attività anche prima dell'adozione del regime, e ciò è rinvenibile dal fatto che i requisiti dell'*Asset Test* e del *Profit Test* erano rispettati anche prima di aderire allo stesso.

Per quanto riguarda i benefici derivanti dall'adozione del Regime invece, quello fondamentale è senza dubbio quello fiscale, in quanto i redditi derivanti dalla gestione esente non sono soggetti a tassazione ai fini IRES ed IRAP, ma esclusivamente a tassazione in capo ai soci. Inoltre la Riforma ha ampliato le categorie di Redditi che vengono ricompresi in tale attività, aumentando il risparmio d'imposta. Ai benefici fiscali si aggiungono quelli legati alla focalizzazione su una specifica attività, che se da un lato comporta rigidità, dall'altro incide positivamente sull'area operativa, così come è desumibile dall'analisi di bilancio della società. Infine, l'ultimo beneficio che non è desumibile dai dati di bilancio è quello legato all'attrattività dello strumento per gli investitori esteri, in quanto aderendo al regime, la società presenta le caratteristiche dei *Reits* e garantisce un elevato standard per gli investitori. La Riforma poi,

aumentandone la flessibilità, potrebbe comportare l'aumento del numero di SIIQ sul mercato, con il conseguente aumento della liquidità nel settore.

Alla luce di tale analisi, si ritiene che l'adozione al Regime SIIQ, così come modificato dalla Riforma del 2014 e tenuto conto del contesto nazionale e internazionale in cui tali società operano, può essere una concreta possibilità di crescita per tutte quelle società che intendono dedicarsi all'attività di locazione di immobili. Tali società, godendo di una serie di vantaggi sia fiscali, sia legati alla tipologia di investitori che vengono attratti dalle caratteristiche dei *Reits* globali, potrebbero contribuire a risollevarlo il settore immobiliare italiano, soprattutto alla luce dell'interconnessione tra le stesse e i Fondi Immobiliari.

Dall'altro lato la riorganizzazione delle società al fine di rispettare i requisiti imposti dalla normativa, può comportare uno squilibrio economico e finanziario. Con l'aumento della flessibilità di tali requisiti, ci si aspetta una minore destabilizzazione delle stesse.

## **BIBLIOGRAFIA**

AIAF, *Fondi immobiliari, Reits e SIIC: evoluzioni parallele*, 2007

Assogestioni, *Sono cinque i punti critici nella disciplina delle SIIQ*, in *ItaliaOggi*, 7 febbraio 2007, pag. 11.

Assogestioni, *Siiq: la disciplina presenta otto profili di criticità* in [www.finanzaonline.com](http://www.finanzaonline.com), 6 febbraio 2007

Assoimmobiliare, *Gli strumenti di investimento nel settore immobiliare italiano*, FrancoAngeli, 2015

Banca Intesa, *Fondi Immobiliari in Europa e USA: struttura e prospettive*, settembre 2006

Beni Stabili, *Relazione Finanziaria*, anno 2008-09-10-11-12-13-14-15

Borgi, *La finanza immobiliare: il mercato, la valutazione, gli strumenti e le tecniche di finanziamento*, EGEA, 2008

Cacciamani C., *Real Estate*, EGEA, 2012

Cammarano G., *SIIQ e fondi immobiliari discipline a confronto e problemi aperti*, Assogestioni

Campo, T., *Il mattone vuol ripartire dalle SIIQ*, in [www.assoimmobiliare.org](http://www.assoimmobiliare.org)

Carbonari, M. F., *Finalmente le SIIQ 2.0!*, in [www.ilqi.it](http://www.ilqi.it)

Casertano G., *Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento*, Cedam, 2011

Chiomenti, *Newsletter Real Estate and Tax*, settembre 2014

Crisafi P., *Fondi immobiliari e SIIQ strumenti su cui investire per la ripresa*, Assoimmobiliare

Crisafi P., *I 50 anni dei Reits Americani e l'empasse delle SIIQ italiane*, in [www.assoimmobiliare.it](http://www.assoimmobiliare.it)

Crisafi P., Satriano G., *Siiq: tanta voglia di crescere*, in *Il Quotidiano Immobiliare* ed. n.74, 20 settembre 2014

Del Federico L., *Regime fiscale delle società di investimento immobiliare quotate* in *Il Fisco*, 2007

Dezza P., *Le Siiq in coda per debuttare da settembre*, 21 luglio 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *“IDea Re prepara la quotazione a Piazza Affari”*, 24 settembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *Percorso a ostacoli per le Siiq in Borsa*, 21 ottobre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *Siiq, rinviata la sfida in borsa*, 3 dicembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *“Sorgente compra Nova Re da Aedes”*, 15 dicembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *“Sorgente lancia l’Opa totalitaria su Nova Re”*, 30 dicembre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *“Dieci società pronte a rilanciare le Ipo a Piazza Affari”*, 28 febbraio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *“Coima, prima SIIQ verso Piazza Affari”*, 6 maggio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza P., *“Coima Res, debutto al ribasso a Piazza Affari”*, 12 maggio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Dezza p., *“Coima Res cade al debutto in Borsa: -14%”*, 14 maggio 2016 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Di Lazzaro F., Caramiello C., Fiori G., *Indici di bilancio*, Milano, Giuffrè, 2003

Di Lazzaro F., *La performance del valore*, Giappichelli Editore, 2013

E. G., *“Sorgente, dietrofont sulla Borsa: poca domanda dal mercato”*, 9 ottobre 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Festa C., *“Le Siiq in coda per la Borsa, Sorgente pronta per giugno”*, 29 maggio 2015 in [www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)

Fleming P.S., *La calda estate delle SOCIMI*, 27 agosto 2014 in [www.ilcorrieredispana.com](http://www.ilcorrieredispana.com)

Frojo M., *Solo tre società in Borsa e riforma ancora al palo le Siiq restano un rebus*, 21 dicembre 2015 in [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

Galano R., *SIIQ, SICAF e Fondi Immobiliari: strumenti finanziari a confronto*, 21 maggio 2015

Il Ghirlandaio, *“Sorgente Res diventa siiq e chiede quotazione in Borsa”*, 24 aprile 2016

Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli, *Novità per le SIIQ: il decreto Sblocca Italia semplifica l'accesso alle SIIQ e la migrazione di patrimoni dai fondi mobiliari*, settembre 2014

Grea, G., & Schiavo A., *Il nuovo regime delle SIIQ: complementarietà o alternativa con i fondi immobiliari*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

Hoesli M., Morri G., *Investimento Immobiliare: mercato, valutazione, rischio e portafogli*, Editore Ulrico Hoepli Milano, 2014

IAS 1

IAS 16

IAS 17

IAS 40

IFRS 5

Iotti A., *Perché non realizzare operazioni immobiliari con una SIIQ?*, in [www.professionefinanza.com](http://www.professionefinanza.com), articolo del 28 settembre 2010.

Lachner C. M., von Heppe R., *The Introduction of Real Estate Investment Trusts [REITs] in Germany*, German Law Journal Vol.8 n.1 2006

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

*OECD Model Tax Convention on Income and Capital*, 22 luglio 2010

Osservatorio Principi Contabili Internazionali, Fondazione Luca Pacioli, *L'applicazione dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS) in Italia Disciplina aggiornata dopo il D.Lgs 28 febbraio 2005, n. 38.*, Documento n.23 del 25 Luglio 2005

Pischetola A. , Consiglio Nazionale del Notariato, *Conferimento di immobili in società di investimento immobiliare (SIIQ e SIINQ) e fiscalità indiretta*, studio n. 98-2012/T, 15 giugno 2012

Pwc, *Principi Contabili Internazionali*, IPSOA, edizione 2011

Scenari Immobiliari (2015). *I fondi immobiliari in Italia e all'estero, rapporto 2015*, in [www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it)

Tesauro F., *“Istituzioni di diritto tributario 2 – parte speciale”*, UTET, 2012

### **FONTI NORMATIVE**

DPR 1973, n.600

Legge 24 gennaio 1994, n.86

Decreto Legislativo 1997, n.461

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n.58

Legge 9 dicembre 1998, n. 431

Decreto Ministeriale 31 gennaio 2003, n.47

Circolare n. 22/E 19 giugno 2006, Agenzia delle Entrate

Legge 27 dicembre 2006, n. 296

Decreto Ministeriale 7 settembre 2007, n. 174

Legge 24 dicembre 2007, n. 244

Circolare n. 8/E 31 gennaio 2008, Agenzia delle Entrate.

Decreto legge 25 giugno 2008, n. 112

Decreto legge 31 maggio 2010, n.78

Decreto legge 26 luglio 2011, n. 98

Decreto legge 2011,n. 138

Decreto legge 23 dicembre 2013, n. 145, misura 28.

Decreto legge 2014, n. 66

Legge 20 agosto 2014, n. 116

Decreto legge 12 settembre 2014, n. 133.

## SITOGRAFIA

[www.ilghirlandaio.com](http://www.ilghirlandaio.com), *SIIQ società di investimento immobiliare quotata*  
[www.benistabili.it](http://www.benistabili.it), Relazioni Finanziarie dal 2008 al 2015, La storia, Il Business  
[www.igd.it](http://www.igd.it)  
[www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)  
[www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it)  
[www.yahoofinance.it](http://www.yahoofinance.it)  
[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)  
[www.casa24.ilsole24ore.com](http://www.casa24.ilsole24ore.com)  
[www.toplegal.it](http://www.toplegal.it), *Valdonio: le Siiq per rilanciare gli investimenti esteri*, 30 settembre 2015  
[www.agenziadelleentrate.gov.it](http://www.agenziadelleentrate.gov.it)  
[www.assoimmobiliare.org](http://www.assoimmobiliare.org), *I 50 anni dei REITs americani e l'expansion delle SIIQ italiane*  
[www.fondionline.it](http://www.fondionline.it)  
[www.consob.it](http://www.consob.it)  
[www.finanzaonline.com](http://www.finanzaonline.com),  
[www.group.intesasanpaolo.com](http://www.group.intesasanpaolo.com), Comunicato Stampa 6 febbraio 2008  
[www.group.intesasanpaolo.com](http://www.group.intesasanpaolo.com), Comunicato Stampa 12 giugno 2008  
[www.reit.com](http://www.reit.com)  
[www.credit-suisse.com](http://www.credit-suisse.com)  
[www.revisorionline.it](http://www.revisorionline.it)  
[www.fondazione nazionalecommercialisti.it](http://www.fondazione nazionalecommercialisti.it)  
<http://docenti.luiss.it/dilazzaro/principicontabili-internazionali/>, Materiali Didattici, Prof. Fabrizio Di Lazzaro – Corso di Principi Contabili Internazionali  
<http://docenti.luiss.it/dilazzaro/controllo-digestione-avanzato/>, Materiali Didattici, Prof. Fabrizio Di Lazzaro – Corso di Controllo di Gestione Avanzato  
<http://docenti.luiss.it/pinto/previous-years/courses-2014-2015/international-accounting-principles-ifs-principi-contabili-internazionali-ifs/course-materials-2/>, Course Materials, Prof. Eugenio Pinto – Corso di Principi Contabili Internazionali

## Riassunto

Lo strumento che viene analizzato in questo lavoro di tesi è quello delle Società di Investimento Immobiliare Quotate, comunemente note come SIIQ. La Legge Finanziaria del 2007 le definisce all' art. 1 c.119 come *“[...] le società per azioni residenti nel territorio dello Stato svolgenti in via prevalente l'attività di locazione immobiliare, i cui titoli di partecipazione siano negoziati in mercati regolamentati italiani, nelle quali nessun socio possieda direttamente o indirettamente più del 51 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più del 51 per cento dei diritti di partecipazione agli utili ed almeno il 35 per cento delle azioni sia detenuto da soci che non possiedano direttamente o indirettamente più dell' 1 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più dell' 1 per cento dei diritti di partecipazione agli utili [...]”*. Tale comma unitamente ai successivi è stato modificato da una serie di Riforme, tra le quali merita particolare attenzione quella del D.L. 133/2014, noto come Decreto Sblocca Italia.

I motivi che mi hanno spinto ad analizzare tale tipologia di società sono legati alla volontà di voler approfondire il tema degli strumenti innovativi che sono stati introdotti nel mercato immobiliare al fine di adeguarsi al mercato internazionale e garantire agli investitori standard globali anche nel mercato italiano. Il Legislatore introduce le SIIQ avendo come obiettivo quello di far ripartire il settore immobiliare, grazie ai benefici fiscali che derivano dall'adozione di tale Regime. Tale benefici consistono nell' esenzione dei redditi della gestione esente, ovvero quelli derivanti dall'attività di locazione immobiliare e assimilate, dalla tassazione ai fine IRES ed IRAP, con la conseguenza che la tassazione avviene esclusivamente in capo ai soci.

Affinché una società possa acquisire il titolo di SIIQ, e quindi godere dei benefici fiscali, devono essere rispettati una serie di requisiti che possiamo suddividere in quattro categorie: requisiti soggettivi, statutari, della struttura partecipativa e oggettivi. Tali requisiti vengono così sintetizzati:

- La forma che deve essere adottata da parte della società è quella della società per azioni;
- La società deve essere residente nel territorio dello Stato italiano;
- La società ha l'obbligo di negoziare le proprie azioni sui mercati regolamentati;

- I requisiti statutarî devono essere previsti all'interno dello Statuto della societ  e devono riguardare: le regole in materia di investimenti, i limiti alla concentrazione dei rischi e il limite massimo di leva finanziaria consentito;
- Il requisito del controllo prevede che nessun socio pu  possedere direttamente o indirettamente pi  del 60 per cento dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e pi  del 60 per cento dei diritti di partecipazione agli utili. Tale requisito   stato modificato dalla Riforma in quanto la soglia previgente era del 51 per cento. Inoltre deve essere rispettato entro i due esercizi successivi all'esercizio dell'opzione;
- Il requisito del flottante prevede che almeno il 25 per cento delle azioni deve essere detenuto dai soci che non possiedono direttamente o indirettamente pi  del 2 per cento dei diritti di voto e di partecipazione agli utili. Anche questo requisito   stato modificato dalla Riforma in quanto le soglie previgenti erano pari rispettivamente al 35 per cento e all'1 per cento. Inoltre tale requisito si applica esclusivamente se le societ  non sono gi  quotate sul mercato e deve essere rispettato entro il primo periodo d'imposta;
- Il requisito oggettivo stabilisce che la societ  svolga attivit  di locazione immobiliare in via prevalente. Tale attivit  viene definita da due parametri, l'*Asset Test* e il *Profit Test*.

Se tali requisiti vengono rispettati, la societ  pu  esercitare l'opzione e godere dell'esenzione prevista dalla normativa. Dopo l'esercizio dell'opzione viene effettuato il pagamento dell'imposta d'ingresso, ovvero un'imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP che viene corrisposta in relazione al valore normale degli immobili derivanti dalla gestione esente. La societ  deve poi rispettare una serie di obblighi, tra cui si considera fondamentale quello di distribuzione dell'utile derivante dalla gestione esente. Prima della Riforma era obbligatorio distribuire almeno l'85 per cento degli utili, con la Riforma tale soglia   diminuita al 70 per cento. Tale riduzione permette di avere maggiori risorse da poter investire per valorizzare il complesso di immobili gestiti dalle societ . Una volta esercitata l'opzione viene applicato un regime fiscale agevolato alla Societ , ai soci e ai conferimenti. In particolare abbiamo trattato il tema dei conferimenti effettuati da parte dei Fondi Immobiliari alle societ  che aderiscono al regime. Tale possibilit    una delle principali novit  introdotte dalla Riforma che permette l'interconnessione tra due strumenti differenti, con la conseguenza che gli investitori non sono pi  obbligati a scegliere tra le SIIQ e i Fondi.

Dall'analisi della normativa pre e post Riforma del 2014, sono state individuate una serie di criticità, in parte risolte con l'intervento del Legislatore. Si ritiene che tali criticità siano state il motivo principale del mancato successo dello strumento al momento della sua introduzione in quanto conferivano allo stesso una particolare rigidità, con il conseguente disinteresse da parte degli investitori esteri che preferivano investire nei Reits Europei o in altri strumenti come i Fondi Immobiliari, piuttosto che nelle neonate SIIQ.

La prima criticità era quella relativa al requisito del controllo, la cui soglia era pari al 51 per cento, conseguentemente innalzata al 60 per cento da parte del Legislatore con la Riforma del 2014. Le ragioni di tale modifica possono rinvenirsi principalmente nel fatto che la figura del socio di maggioranza è una figura preponderante in Italia, pertanto qualora il soggetto avesse voluto aderire al regime SIIQ, probabilmente avrebbe dovuto ridurre la propria partecipazione al fine di poter rispettare un limite così stringente. Il Legislatore ha ritenuto opportuno adeguare tale requisito a quelli stabiliti dagli strumenti simili alle SIIQ presenti in Europa, di modo da rendere lo strumento più flessibile e di conseguenza sperare in una maggiore diffusione sul mercato. Il problema è di maggiore rilevanza quando si tratta di società preesistenti che devono adeguarsi alle limitazioni, infatti è auspicabile che, avendo reso tale limite meno stringente, vedremo nuove società emergere sul mercato italiano.

La seconda criticità era quella relativa al requisito del flottante, anch'esso troppo stringente rispetto ai requisiti imposti da strumenti similari in altri Stati. Tuttavia la nuova formula del requisito del flottante, unitamente all'obbligo esclusivamente in capo alle società non quotate, ha eliminato le limitazioni che erano state poste al libero scambio sul mercato dalla normativa previgente, di modo che le società già quotate possano decidere di aderire al regime senza dover stravolgere la propria compagine azionaria.

La terza criticità era quella relativa all'obbligo di distribuzione di almeno l'85 per cento degli utili derivanti dalla gestione esente, che è stato diminuito al 70 per cento. La *ratio* della normativa originaria era sicuramente quella di garantire la tassazione degli utili e per farlo era necessario obbligare la società a distribuirli, tuttavia ciò comportava poca liquidità della società e conseguente mancanza di strategie di reinvestimento in attività diverse da quella di locazione immobiliare. Pertanto tutte quelle società che avessero voluto sviluppare servizi accessori all'attività di locazione immobiliare, non avrebbero preso in considerazione l'idea di aderire al regime SIIQ. Con la diminuzione del limite dall'85 al 70 per cento, si garantisce maggiore liquidità alla società, che può valutare di effettuare più investimenti nelle attività non *core* e diversificare il proprio portafoglio di attività e ricorrere in misura minore all'indebitamento finanziario. Inoltre avendo a disposizione il 30 per cento degli utili

derivanti dalla gestione esente, le SIIQ potrebbero anche decidere di fornire servizi che vadano ad integrare l'attività principale, come ad esempio servizi di consulenza legale, relativi agli immobili da locare, o di ristrutturazione degli stessi.

La quarta criticità riguardava gli obblighi temporali che dovevano essere rispettati a partire dal primo periodo d'imposta. Ciò comportava la mancanza di un *grace period* per fare in modo che la società avesse il tempo necessario per potersi adeguare ai requisiti previsti. Diretta conseguenza di tale previsione era il fatto che sarebbero state in grado di aderire al regime esclusivamente quelle società caratterizzate da una forte solidità patrimoniale e reddituale, mentre venivano ancora una volta penalizzate potenziali nuove società o società in fase di *start up*, in quanto avrebbero avuto molte più difficoltà ad adattarsi in così poco tempo a tutti i requisiti previsti dalla normativa. Inoltre venivano favorite le società che svolgevano prevalentemente attività di locazione immobiliare, mentre erano scoraggiate tutte quelle società che per aderire al regime avrebbero dovuto porre in essere una serie di cambiamenti strategici. Con la Riforma viene introdotto un *grace period* di un anno per il requisito del flottante, di tre anni per quello del controllo e di tre anni per la verifica dei requisiti patrimoniali e reddituali. Tali modifiche, hanno portato a rendere la disciplina maggiormente elastica, fornendo anche alle società che non vertono in condizioni di perfetta solidità, la possibilità di poter rispettare i requisiti del regime.

La quinta ed ultima criticità individuata era quella relativa alla vigilanza, in quanto gli organismi che vigilavano sulle SIIQ erano sia la Consob che la Banca d'Italia. Con la Riforma viene specificato che le SIIQ non costituiscono OICR, pertanto viene meno la vigilanza della Banca d'Italia. Il motivo principale che ha spinto il Legislatore a modificare la normativa potrebbe essere legato alla volontà di voler dare dei chiarimenti agli investitori esteri in merito alla natura dello strumento, in quanto l'assoggettamento a due autorità di vigilanza comportava la nascita di perplessità in relazione a quale fosse l'attività principale svolta dalle società stesse.

Per poter contestualizzare lo strumento era necessaria un'analisi del contesto nazionale e internazionale al fine di comprendere il mercato in cui le SIIQ devono operare. Da tale analisi abbiamo verificato come il Legislatore si sia ispirato a normative di altri Paesi e come si siano coordinati tra di loro i vari strumenti presenti nel mercato italiano, in particolare il coordinamento tra le SIIQ e i Fondi Immobiliari.

Per quanto riguarda il contesto internazionale, si è desunto che i regimi di riferimento da dover analizzare in maniera più dettagliata dovessero essere quello francese, tedesco e

americano. I motivi di tale decisione sono legati al fatto che i *Reits* americani, sono stati i primi ad essere disciplinati e tutte le normative successive si rifanno agli stessi come modello base; le SIIQ francesi, sono quelle che hanno avuto maggiore sviluppo in Europa e possono considerarsi leader nel mercato, pertanto il Legislatore ha voluto ricalcare il modello di quest'ultime per la normativa del nostro ordinamento; infine i *G-Reits* tedeschi, seppur introdotti in un Paese finanziariamente evoluto come la Germania, non hanno avuto il successo sperato, al pari delle SIIQ in Italia. Pertanto sono state analizzate le principali caratteristiche di tali strumenti e le conseguenti differenze con la normativa italiana, cercando di cogliere gli aspetti positivi e negativi degli uni e degli altri e di come i punti di forza delle altre normative siano stati utilizzati dal nostro Legislatore come riferimento per innovare la normativa delle SIIQ e fornire una nuova possibilità di sviluppo del mercato immobiliare nazionale. Tutti gli strumenti sono considerati come veicoli atti a realizzare investimenti immobiliari indiretti e gli aspetti su cui ci siamo focalizzati sono stati: la struttura legale, la struttura societaria e i temi di *corporate governance*, in quanto determinano i requisiti da rispettare affinché una società possa essere classificata nella categoria dei *Reits*; ed il rispetto di differenti vincoli reddituali, patrimoniali e posti all'indebitamento nelle varie normative.

Dalla nostra analisi si può concludere che sebbene il Legislatore si sia ispirato alla normativa dei *Reits* statunitensi e delle SIIQ francesi, le quali hanno avuto successo nei rispettivi Paesi, l'impatto dell'introduzione del Regime in Italia è stato completamente differente. Tali differenze sono legate prima di tutto ai momenti in cui tale normativa è stata introdotta, infatti anche i *G-Reits* tedeschi introdotti negli stessi anni delle SIIQ italiane, hanno incontrato le stesse difficoltà. Secondo poi, la mancata diffusione è legata ad un problema tipico del contesto italiano: la poca fiducia negli strumenti quotati sul mercato. Problema che non è presente in Francia, né negli USA.

Per quanto riguarda il contesto nazionale, abbiamo scelto di analizzare in maniera dettagliata i Fondi Immobiliari, in relazione al rapporto che sussiste tra gli stessi e le SIIQ e le SICAF, introdotte nell'ordinamento italiano con la Direttiva AIFMD. Tali strumenti presentano caratteristiche diverse e sono stati introdotti in differenti periodi, tuttavia la disponibilità di più veicoli di investimento ha come intento quello di rendere il mercato immobiliare nazionale al pari di quello europeo e attrarre gli investitori esteri al fine di far ripartire il settore dopo la crisi. I Fondi Immobiliari, le SIIQ e le SICAF sono accomunati dal fatto che singole normative prevedono regimi fiscali agevolati che li rende fiscalmente trasparenti, cioè dalla possibilità di poter rinviare la tassazione esclusivamente in capo ai soci e non al veicolo societario. Inoltre sono assoggettati alla vigilanza prudenziale di Banca d'Italia o/e Consob,

che garantiscono il rispetto di una serie di obblighi di comunicazione e trasparenza, che rende tali strumenti particolarmente controllati sotto il profilo dei rischi

Dopo una breve analisi della normativa dei Fondi, ci siamo soffermati sulle differenze tra quest'ultimi e le SIIQ, soprattutto in relazione alla volontà del Legislatore di far convergere tali strumenti al fine di permettere agli investitori di sfruttare le possibili sinergie.

Possiamo quindi concludere che le SIIQ sono state introdotte al fine di fornire uno strumento alternativo agli investitori, soprattutto esteri e di conseguenza far ripartire il settore immobiliare italiano. La riforma è intervenuta anche nel rapporto tra i Fondi Immobiliari e le SIIQ, in particolare introducendo i proventi derivanti dalle partecipazioni in Fondi Immobiliari nel calcolo dell'*Asset Test* e del *Profit Test* e modificando la disciplina relativa ai conferimenti effettuati da parte dei Fondi Immobiliari in una SIIQ. Tale interconnessione rappresenta una delle modifiche salienti introdotte dalla Riforma, in quanto permette di conciliare l'utilizzo di entrambi gli strumenti da parte degli investitori.

Prima di effettuare l'analisi di bilancio di Beni Stabili Spa SIIQ, abbiamo analizzato come una SIIQ valuta i propri immobili secondo i Principi Contabili Internazionali. Dopo una breve panoramica sullo IAS 1 e le principali differenze con il Codice Civile, ci siamo soffermati sullo IAS 16, relativo alle Immobilizzazioni Materiali; lo IAS 17, relativo al Leasing; lo IAS 40, relativo agli Investimenti Immobiliari e infine l'IFRS 5, relativo agli immobili destinati alla vendita. Per ogni Principio si è tenuto conto della misurazione e rilevazione iniziale, delle valutazioni successive alla rilevazione iniziale, dei metodi di ammortamento e della dismissione delle diverse tipologie di immobili.

Lo IAS 16 tratta la valutazione delle Immobilizzazioni Materiali, le quali vanno rilevate inizialmente al costo e poi valutate secondo il metodo del costo o della rideterminazione del valore. Tale scelta è a discrezione della società.

Lo IAS 17, tratta la valutazione dei beni oggetto di Leasing, finanziario ed operativo, distinguendo tra la valutazione nel bilancio del locatore e in quello del locatario.

Lo IAS 40, tratta la valutazione degli investimenti immobiliari che vanno valutati inizialmente al costo, e successivamente al metodo del *fair value* o quello del costo (in via residuale).

Infine lo IFRS 5, tratta la valutazione delle attività non correnti destinate alla vendita, le quali devono essere valutate al minore tra il valore contabile e il *fair value* al netto dei costi di vendita. Il nostro obiettivo era quello di analizzare i Principi da tenere presenti al fine di effettuare l'analisi di bilancio di Beni Stabili Spa SIIQ.

Infine abbiamo verificato sul Bilancio dell'esercizio 2015, come Beni Stabili valuti i propri immobili. In questa sede ricordiamo solo che il principio generale prescelto dalla società è quello del costo, che tuttavia non viene utilizzato per gli immobili di investimento, gli immobili in fase di sviluppo, gli immobili posseduti per la vendita, per i quali viene utilizzato il metodo del *fair value*.

Dopo tale premessa, ci siamo soffermati sull'analisi di bilancio di Beni Stabili Spa SIIQ. Il nostro obiettivo era quello di verificare se e come l'adozione del Regime SIIQ abbiamo impattato sui dati di bilancio della società. La nostra analisi è stata svolta come segue:

- Analisi di Bilancio degli esercizi 2010, ultimo anno prima dell'adozione del Regime, e 2011, anno in cui la società aderisce al Regime SIIQ;
- Analisi dei principali indici relativi al periodo 2008-2015, al fine di identificare l'andamento di quest'ultimi nel luogo periodo;
- Verificare se l'adozione del regime ha impattato in maniera positiva sui dati di bilancio della società.

Dall'analisi relativa agli esercizi 2010-2011 riportiamo la composizione del bilancio:

| IMPIEGHI                                           | FONTI                                           |
|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| <b>ATTIVITA' NON CORRENTI</b><br><br><b>85,34%</b> | <b>PATRIMONIO NETTO</b><br><b>41,03%</b>        |
| <b>ATTIVITA' CORRENTI</b><br><b>14,66%</b>         | <b>PASSIVITA' NON CORRENTI</b><br><b>48,58%</b> |
|                                                    | <b>PASSIVITA' CORRENTI</b><br><b>10,39%</b>     |

| IMPIEGHI                                            | FONTI                                           |
|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| <b>ATTIVITA' NON CORRENTI</b><br><br><b>86,40 %</b> | <b>PATRIMONIO NETTO</b><br><b>40,65%</b>        |
| <b>ATTIVITA' CORRENTI</b><br><b>13,60%</b>          | <b>PASSIVITA' NON CORRENTI</b><br><b>42,47%</b> |
|                                                     | <b>PASSIVITA' CORRENTI</b><br><b>16,88%</b>     |

Dall'analisi degli indici riportiamo che:

- L'attivo è quasi interamente composto da immobili, suddivisi in relazione all'uso degli stessi, mentre le passività sono quasi tutte di lungo periodo;
- Gli indici di struttura mostrano che il finanziamento dell'attivo non corrente è effettuato quasi completamente dal patrimonio netto e dalle passività non correnti. Tali indici sono diminuiti dal 2010 al 2011, lasciando circa il 3 per cento dell'attivo non corrente finanziato mediante passività a breve. Per quanto riguarda le fonti di finanziamento si dovrebbe aumentare il finanziamento mediante mezzi propri e diminuire il ricorso all'indebitamento.
- Gli indici di liquidità mostrano una riduzione delle disponibilità liquide da un esercizio all'altro con la conseguenza che l'attivo corrente non è sufficiente ad estinguere le passività correnti. Tale situazione è relativa a molteplici fattori: la crisi dei mutui *subprime*, la scarsa dinamicità del settore immobiliare in quegli anni, l'adozione del regime SIIQ.
- Gli indici di redditività sono al di sotto della media di settore, soprattutto nel 2011. In generale, tale situazione è dovuta all'immobilizzo del mercato immobiliare successivo alle crisi del 2008. Per quanto riguarda la riduzione del ROE e del ROI da un esercizio all'altro si ritiene che la causa principale sia legata alle svalutazioni che hanno subito gli immobili pari a € 85.000.
- L'*asset test* è rispettato fin dal primo esercizio in cui si aderisce al regime, mentre il *profit test* verrà rispettato a partire dal 2012.

L'analisi dei principali indici e valori della società dal 2008 al 2015 è stata effettuata di modo da verificare in primo luogo come è cambiata la struttura della stessa dal triennio prima dell'adozione del regime al triennio successivo; in secondo luogo qual è stato l'andamento di tali indici a seguito della Riforma del 2014. Infine il nostro obiettivo sarà quello di andare a verificare quali sono state le conseguenze derivanti dalla scelta di aderire al Regime SIIQ a partire dall'esercizio 2011. Di seguito riportiamo i dati essenziali dell'analisi di bilancio svolta per gli esercizi 2008-2015:

|                              | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b><i>Immobil<br/>Ci</i></b> | 80,36% | 84,74% | 81,85% | 83,67% | 87,20% | 83,92% | 88,76% | 90,19% |

|                                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-----------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b><i>Liquidità<br/>Ci</i></b>                      | 1,48%  | 2,30%  | 6,32%  | 3,41%  | 1,15%  | 3,24%  | 2,57%  | 1,96%  |
| <b><i>Current<br/>Ratio</i></b>                     | 1,40   | 1,05   | 0,89   | 0,46   | 0,30   | 0,81   | 0,47   | 1,13   |
| <b><i>Indice di<br/>ind.<br/>permanente</i></b>     | 95,79% | 93,79% | 89,62% | 83,13% | 85,44% | 93%    | 86,79% | 96,72% |
| <b><i>Quoziente<br/>di ind.<br/>complessivo</i></b> | 1,42   | 1,46   | 1,44   | 1,46   | 1,42   | 1,42   | 1,35   | 1,34   |
| <b><i>Quoziente<br/>di ind. a<br/>lungo</i></b>     | 1,31   | 1,32   | 1,18   | 1,04   | 1,07   | 1,25   | 1,05   | 1,27   |
| <b><i>Quoziente<br/>di ind. a<br/>breve</i></b>     | 0,11   | 0,14   | 0,26   | 0,42   | 0,35   | 0,17   | 0,3    | 0,07   |
| <b><i>PFN<br/>Mp</i></b>                            | 1,13   | 1,13   | 1,05   | 1,16   | 1,19   | 1,14   | 1,18   | 1,18   |
| <b><i>ROE</i></b>                                   | 1,90%  | -2,78% | 3,98%  | 0,97%  | -0,84% | -0,22% | -12%   | -3,7%  |
| <b><i>ROI</i></b>                                   | 4,55%  | 0,67%  | 4,89%  | 3,19%  | 2,10%  | 2,10%  | 3,73%  | 2%     |
| <b><i>Asset Test</i></b>                            | 87,2%  | 85,6%  | 86,3%  | 85,4%  | 87,70% | 86,28% | 90,66% | 91,52% |
| <b><i>Profit Test</i></b>                           | 91%    | 97%    | 78%    | 76%    | 96%    | 96%    | 97%    | 98%    |

Per quanto riguarda la composizione del capitale abbiamo considerato esclusivamente il peso che gli immobili e la liquidità hanno sul totale del capitale investito, in quanto altre voci come le immobilizzazioni immateriali o i crediti non destavano particolare interesse in relazione alla tipologia di analisi che andremo a svolgere. Nella voce “immobili” sono ricompresi gli immobili da investimento, quelli in via di sviluppo e quelli strumentali ad altri beni. Tali tipologie di immobili rientrano nella gestione esente a partire dall’esercizio 2011. La società, come abbiamo già detto in precedenza, si occupava di investimenti immobiliari e locazione degli stessi anche prima di aderire al regime SIIQ. Per questo motivo il capitale era ed è tutt’oggi prevalentemente composto da immobili. Tale prevalenza è aumentata negli ultimi esercizi in quanto sono stati acquisiti nuovi immobili al fine di dare ancora più spazio all’attività di locazione degli stessi rispetto alle attività strumentali che sono andate a ridursi negli anni. Ciò è desumibile sia da una diminuzione degli “Altri ricavi e oneri”, cioè di quei

ricavi non relativi all'attività di locazione d'immobili, che da una diminuzione dei Ricavi Netti da Servizi. A tal proposito, nel 2014, c'è stato il deconsolidamento di Beni Stabili Gestioni SGR, la quale è stata fusa per incorporazione in Investire Immobiliare SGR. La fusione ha comportato una maggiore concentrazione della società esclusivamente sull'attività di locazione immobiliare delle SIIQ.

Il peso della liquidità sul capitale investito è sempre stato piuttosto esiguo. Ciò è dovuto prevalentemente al settore in cui opera Beni Stabili, in quanto il settore immobiliare è da sempre piuttosto illiquido. La liquidità della società è andata diminuendo ancora dopo l'adozione del Regime, ciò è dovuto agli obblighi di distribuzione particolarmente stringenti imposti dalla riforma. Infatti ricordiamo che fino al 2014, l'85 per cento dei dividendi dovevano essere obbligatoriamente distribuiti ai soci al fine di evitare che fosse rimandata la tassazione degli stessi, i quali non vengono tassati in capo alla società, ma esclusivamente in capo ai soci. La percentuale dell'85 per cento era stata considerata come una delle criticità principali della normativa originaria SIIQ, per questo motivo la soglia è stata diminuita al 70 per cento con la Riforma del 2014. Ciò potrà permettere una maggiore liquidità alla società e la possibilità di autofinanziarsi con una parte dei dividendi che andrebbero distribuiti ai soci, ricorrendo così in misura minore all'indebitamento finanziario. Inoltre parte degli utili potrebbero essere destinati ad attività non *core*, facendo in modo che le società possano dedicarsi anche allo sviluppo di attività strumentali e diversificare il proprio portafoglio. A sostegno della necessità di maggiori disponibilità liquide o crediti a breve termine c'è un *current ratio* altalenante, che va a sottolineare la poca liquidità della società. Ci si aspetta che la Riforma risolva, anche parzialmente, questo problema.

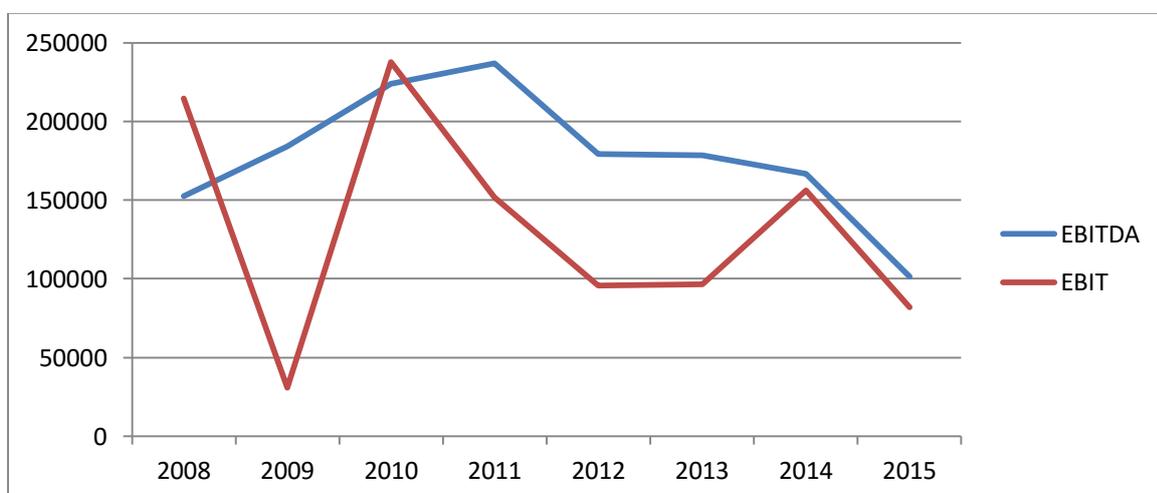
Alla questione della liquidità è legata anche quella dell'indebitamento, in quanto i limiti stringenti imposti dalla Riforma originaria del 2007, relativamente alla distribuzione degli utili ai soci, comportavano che si dovesse ricorrere maggiormente all'indebitamento. L'indice di indebitamento permanente tiene conto delle passività non correnti e del patrimonio netto, che vanno a finanziare quasi interamente l'attivo non corrente della società. Tale indice è rimasto più o meno stabili negli anni. La differenza dal 2014 al 2015 di quasi 10 punti percentuali, è dovuta ad un aumento di capitale che è stato effettuato dalla società nel 2014, al fine di ricorrere a maggiori mezzi propri per il finanziamento degli impieghi.

Per quanto riguarda il quoziente di indebitamento complessivo, e la sua scomposizione in quoziente a lungo termine e a breve termine, quest'ultimo rimane pressoché costante negli

anni. La società ricorre quasi esclusivamente al debito di lungo periodo, in relazione alla tipologia di attività che svolge. La diminuzione negli ultimi due esercizi potrebbe essere legata sia all'aumento di capitale effettuato nel 2014, sia alla diminuzione della soglia di distribuzione degli utili al 70 per cento, che come abbiamo detto precedentemente, ha aumentato le possibilità di autofinanziamento della società mediante il 30 per cento dei dividendi totali. In sostanza, se è possibile considerare l'adozione del Regime come una delle cause dell'aumento dell'indebitamento, la diminuzione della soglia al 70 per cento comporterà sicuramente effetti positivi sulle modalità di finanziamento della società.

Infine, il quoziente di indebitamento finanziario tiene conto esclusivamente dei debiti finanziari sia di breve che di lungo periodo al netto delle disponibilità liquide, rispetto ai mezzi propri. Come detto in precedenza, tale quoziente dovrebbe essere massimo pari ad 1, tuttavia la società presenta un quoziente tra l'1,13 e 1,19, e ciò si ricollega al problema dell'indebitamento eccessivo di cui sopra. Tuttavia si ritiene che tale valore non sia dovuto esclusivamente all'adozione del Regime in quanto anche nel triennio precedente alla stessa, i valori erano i medesimi.

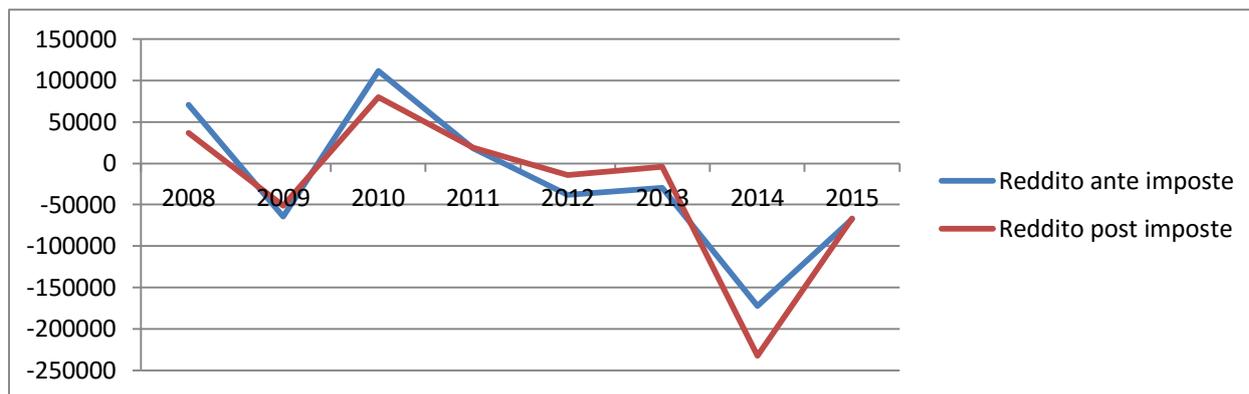
Per quanto riguarda gli indici di Redditività, l'andamento negativo degli stessi è dovuto per lo più a svalutazioni di immobili nel corso dei vari esercizi. Ad esempio nel 2009 la società ha subito svalutazioni pari a € 121.000, nel 2011 pari a circa € 85.000, e ancora così negli anni successivi. Al fine di verificare come tali svalutazioni abbiano impattato sul reddito operativo della società, e di conseguenza sia sul ROI che sul ROE, nel grafico che segue viene mostrato l'andamento dell'EBITDA, ovvero del Reddito Operativo prima che vengano sottratti gli ammortamenti e la svalutazioni e dell'EBIT.



Tale grafico è utile al fine di verificare come è cambiata la redditività della società nei vari esercizi. I picchi del triennio antecedente alla Riforma sono dovuti per lo più alla crisi del 2008, che ha portato una notevole svalutazione degli immobili nel 2009. Negli anni 2010-2011 c'è stato un Ebitda in crescita in relazione alle vendite di immobili che sono state effettuate. In generale la situazione è stata piuttosto mutevole, sia per la crisi che la società ha dovuto affrontare, sia in relazione alle varie operazioni di riorganizzazione che sono state effettuate all'interno della società per snellire la struttura e aumentare la concentrazione delle attività nella locazione di immobili. Negli ultimi due anni infatti, si sono notevolmente ridotti i ricavi netti da servizi e gli altri ricavi, per questo motivo abbiamo una diminuzione generale dell'EBITDA, tuttavia sono diminuite anche le svalutazioni, dato che il mercato è più stabile rispetto agli esercizi precedenti. Un cenno a parte merita l'anno 2014, in quanto in tale esercizio è stato caratterizzato da particolare eventi straordinari quali: l'estinzione anticipata di finanziamenti e la cancellazione di crediti da imposte, in quanto con l'entrata in vigore del Decreto Sblocca Italia diventano esenti i margini di vendita di immobili destinati alla locazione. Tali eventi sono andati ad impattare soprattutto sul ROE, tuttavia ci si aspetta un miglioramento negli esercizi successivi grazie ad un'ottimizzazione degli oneri finanziari e una riduzione del costo medio del Debito.

In generale si può dire che l'adozione al regime SIIQ abbiamo comportato una maggiore concentrazione delle risorse nell'attività di locazione di immobili. Tale scelta ha avuto come conseguenza una riorganizzazione non solo delle risorse, ma anche delle società controllate e collegate, infatti è stata deconsolidata nel 2014 Beni Stabili Gestioni SGR e sono state incorporate nel 2015 IMSER 60 SIINQ S.p.A. e B.S. Immobiliare 8 S.p.A. SIINQ. La corretta gestione dell'area operativa è desumibile anche dal fatto che il ROI rimane positivo durante tutto il periodo di tempo analizzato, mentre il ROE subisce l'impatto dell'area extraoperativa, finanziaria e fiscale con la conseguenza di un andamento altalenante.

Il maggiore effetto positivo dell'adozione del Regime SIIQ è quello fiscale. Vediamo l'andamento del Reddito prima e dopo l'applicazione delle imposte:



Il rispetto dei requisiti previsti dalla normativa comporta l'esenzione dall'IRES e dall'IRAP dei redditi derivanti esclusivamente dall'attività di locazione immobiliare, con la conseguenza che i dividendi vengono tassati solo in capo ai soci al momento della distribuzione. La società ha quindi un notevole risparmio d'imposta. L'unica imposta che dovrà essere pagata dalla società è quella d'ingresso al regime, che sarà corrisposta in 5 esercizi a partire da giugno 2011.

A partire dall'esercizio 2011, ovvero il primo in cui la società aderisce al regime, le imposte pagate si riferiscono esclusivamente alle attività che rientrano nella gestione imponibile, ovvero diverse dalla locazione di immobili. In particolare si fa riferimento alla tassazione sulle vendite degli immobili e sui ricavi derivanti dai servizi, ovvero su quelli derivanti dall'attività di gestione dei fondi da parte di Beni Stabili Gestioni SGR, tuttavia dopo il deconsolidamento della stessa tali ricavi e di conseguenza le imposte derivanti dagli stessi, non sono più di competenza della società. Solo nel 2014 vediamo un incremento delle imposte dovute all'entrata in vigore del Decreto Sblocca Italia che ha comportato la cancellazione di imposte differite attive che si riferivano ad esercizi precedenti. Il disposto normativo stabilisce infatti che sono esenti dall'IRES e dall'IRAP anche i margini realizzati dalla vendita degli immobili facenti parte del patrimonio SIIQ/SIINQ. A parte il caso particolare del 2014, è chiaro come tra i benefici del Regime SIIQ ci sia il risparmio d'imposta.

In ultimo ci restano da analizzare le variazioni nell'*Asset Test* e nel *Profit Test* degli esercizi considerati. La società anche quando non aveva ancora aderito al Regime, presentava un *Asset Test* superiore all' 80 per cento, in relazione all'attività di locazione di immobili che veniva effettuata dalla stessa. Anche questo è stato uno dei motivi per cui si è riuscito ad aderire al Regime senza troppa difficoltà e soprattutto senza stravolgere la struttura societaria di Beni

Stabili. Negli ultimi esercizi tale valore è andato ad aumentare, passando dall'80 per cento del 2008 al 90 per cento del 2015, in relazione alla maggiore concentrazione della società sull'attività di locazione immobiliare e al passaggio delle attività strumentali alle società controllate, al fine di rendere più trasparente e snella la gestione degli immobili.

Per quanto riguarda il *Profit Test*, all'aumentare dell'attività di locazione immobiliare sono aumentati anche i ricavi derivanti dalla locazione. Tale aumento era necessario in quanto nel 2011, il requisito reddituale non era rispettato dalla società, poiché pari al 76%. La società era perciò obbligata ad implementare l'attività per ottenere maggiori proventi da locazione, entro 2 anni dall'adozione del Regime, così come stabilito dalla normativa. Tale *grace period* attualmente è stato portato a 3 esercizi. Ad oggi il *Profit test* è superiore al 90 per cento, in relazione alla volontà della società di dedicarsi quasi totalmente all'attività di locazione di immobili.

L'analisi di bilancio che abbiamo condotto nei paragrafi precedenti ha sottolineato i benefici e le criticità legati all'adozione del regime, in un momento storico in cui i mercati non sono stati caratterizzati da stabilità, e ciò ha influito sicuramente sugli indici di bilancio. In generale i risultati ottenuti sono stati influenzati da una serie di variabili, pertanto non è stato possibile isolare in toto gli effetti derivanti dall'adozione del Regime da parte della società dagli effetti legati ad altri eventi. Inoltre va considerato che non tutti gli effetti derivanti dalla adozione del Regime SIIQ sono visibili attraverso i dati di bilancio, pertanto questo paragrafo conclusivo è necessario per avere una visione d'insieme e stabilire in generale, se l'adozione del Regime SIIQ rappresenta una possibilità di sviluppo concreta per le società immobiliari, soprattutto alla luce della Riforma del 2014; in particolare, come tale scelta ha impattato su Beni Stabili.

Partiamo dalle criticità che sono state rinvenute durante l'analisi di bilancio condotta sugli esercizi 2008-2015. In generale le società di investimento immobiliare sono caratterizzate da scarsa liquidità, in relazione all'attività che viene svolta dalle stesse. Per aderire al Regime SIIQ la società ha dovuto rispettare una serie di requisiti stringenti che sono andati ad impattare ancora di più sulla liquidità della stessa, peggiorando la situazione precedente. Ciò è stato possibile desumerlo sia dall'analisi di liquidità effettuata negli esercizi 2010-2011, che in generale da quella relativa al periodo 2008-2015 che ha sottolineato come i problemi di liquidità di Beni Stabili fossero pregressi rispetto all'adozione del regime SIIQ e che il netto distacco tra il 2010 e il 2011 non è dipeso esclusivamente dalla stessa. Come abbiamo detto in precedenza, l'obbligo di distribuzione nella normativa originaria era pari all'85 per cento, con

la Riforma la soglia è diminuita al 70 per cento. Tale premessa è fondamentale poiché la struttura diventa così più flessibile, con la conseguenza che viene temperato anche l'impatto sulla liquidità. Per quanto riguarda i dati a nostra disposizione, possiamo solo fare affidamento a quelli del 2015, in quanto la Riforma è entrata in vigore a partire dal 1 gennaio di quell'anno, e quindi non abbiamo un trend che dimostri come la liquidità sia andata effettivamente ad aumentare. Ci si aspetta però che la società abbia maggiori disponibilità liquide negli esercizi successivi, in relazione alla possibilità di reinvestire fino al 30 per cento degli utili.

Altra criticità desumibile dai dati di bilancio è l'aumento dell'indebitamento e della dipendenza finanziaria da parte di terzi. Anche in questo caso il problema è riconducibile alla liquidità, in quanto nel momento in cui la società era obbligata a distribuire almeno l'85 per cento degli utili, veniva a mancare la possibilità di poter utilizzare quegli utili per autofinanziarsi. Ciò ha comportato un ricorso eccessivo all'indebitamento, che è leggermente diminuito negli ultimi anni grazie ad un aumento di capitale effettuato da parte della società e ad un'estinzione anticipata di finanziamenti. Così come per la liquidità ci si auspica che una maggiore flessibilità sulla distribuzione degli utili comporti anche una diminuzione dell'indebitamento negli esercizi successivi.

Infine la terza criticità è legata alla rigidità derivante dal rispetto del requisito patrimoniale e reddituale. L'obbligo di avere attività di locazione immobiliare almeno pari all'80 per cento limita la società a svolgere prevalentemente una singola tipologia di attività, con la conseguenza che c'è una scarsa diversificazione dei rischi, che sono tutti connessi ad un solo tipo di investimento. Tuttavia si ritiene che la società si dedicasse a tale attività anche prima di aderire al regime, e ciò è dimostrato anche dai valori dell'*Asset Test* negli esercizi precedenti all'adozione del Regime, che sono già superiori all'80 per cento. Pertanto quest'ultima non ha subito una grande riorganizzazione per aderire al regime e il fatto che negli anni successivi all'adozione si sia maggiormente focalizzata esclusivamente sugli investimenti immobiliari sottolinea ancora di più la volontà della stessa di dedicarsi a tale attività. Quindi, in questo caso specifico, la rigidità legata allo svolgimento della singola attività non viene vista come una criticità ma come una scelta che è stata presa consapevolmente da parte della società.

Veniamo adesso ai benefici derivanti dall'adozione del Regime. Il Beneficio principale è senza dubbio quello fiscale. Il Reddito derivante dall'Attività di locazione immobiliare, detto anche Reddito della gestione esente, non è considerata reddito imponibile né ai fini IRES né a quelli IRAP. Ciò comporta un beneficio fiscale notevole e un risparmio d'imposta per la società. Anche in questo caso la Riforma di 2014 è intervenuta per aumentare tali benefici, in quanto ha ampliato le categorie di Redditi che vengono ricompresi nell'attività di locazione immobiliare e quindi esenti *ex lege*. Ad esempio dal 2014 rientrano nei redditi esenti quelli derivanti dalla vendita di immobili che venivano locati dalla società in precedenza.

Un altro beneficio è legato alla focalizzazione esclusiva sull'attività di locazione prevalente. Se da un lato determina rigidità e quindi maggiori rischi per la società, dall'altro incide positivamente sull'area operativa. La società infatti da un punto di vista operativo ha sempre mantenuto indici positivi, mentre la gestione finanziaria e quella extraoperativa sono quelle che hanno impattato negativamente sul ROE. Per questo motivo si ritiene che, dedicandosi maggiormente a tale area, il risultato per gli investitori potrà essere più soddisfacente, anche in relazione alle diverse fonti di finanziamento che la società sta considerando in questi ultimi esercizi, che dovrebbero impattare positivamente sull'area finanziaria.

Infine un'importante beneficio che non è desumibile dai dati di bilancio è quello legato all'attrattività dello strumento per gli investitori esteri e per quelli istituzionali. La società, aderendo al Regime SIIQ, presenta le caratteristiche dei *Reits* globali garantendo un elevato standard agli investitori, proprio grazie ai requisiti stringenti che vengono richiesti dalla normativa. Se poi la normativa originaria presentava delle criticità, con il Decreto Sblocca Italia si è ovviato alle maggiori problematiche, avvicinando ancora di più lo strumento italiano a quelli internazionali. La diminuzione della soglia di distribuzione degli utili, l'innalzamento delle soglie per il controllo e del flottante hanno garantito un maggiore sviluppo dello strumento e ciò è dimostrato anche da tutte le altre società che in questi mesi hanno deciso di aderire al regime SIIQ. L'eventuale moltiplicarsi del numero di SIIQ, comporterà anche l'aumento della liquidità all'interno del settore immobiliare. Ancor di più la possibilità di poter investire nei fondi immobiliari, usufruendo del regime di esenzione, e l'estensione di tali esenzioni anche ai margini delle vendite di immobili destinati alla locazione, garantiscono un maggiore utilizzo dello strumento.

Alla luce di queste considerazioni, si ritiene che l'adozione del Regime SIIQ possa considerarsi come una concreta possibilità di crescita per tutte quelle società che intendono dedicarsi ad una attività specifica, ovvero quella della locazione di immobili, godendo di una serie di vantaggi non solo fiscali, ma soprattutto legati alla tipologia di investitori che vengono attratti dalle caratteristiche dei *Reits* globali, che rappresentano una garanzia per gli stessi. Dall'altro lato la riorganizzazione delle società al fine di rispettare i requisiti imposti dalla normativa, può comportare uno squilibrio economico e finanziario. Con l'aumento della flessibilità di tali requisiti, ci si aspetta una minore destabilizzazione delle stesse.