



**Università LUISS Guido Carli**  
**Dipartimento di Impresa e Management**

**Laurea triennale in**  
**ECONOMIA E MANAGEMENT**

**Cattedra di**  
**FINANZA AZIENDALE**

**L'IMPATTO DELL'EMISSIONE DEI TITOLI**  
**AZIONARI SULLE PERFORMANCE DEI REIT**  
**EUROPEI**

**RELATORE**

Chiar.mo Prof.

Gianluca Mattarocci

**CANDIDATO**

Ernesto Guzzo

Matr. 178461

Anno Accademico 2015 / 2016



*A mio padre, al suo sudore*  
*A mia madre, alla sua dignità*  
*Ai miei amici, alla loro presenza*  
*A lei*

# Indice

## Introduzione

### 1. I REIT in Europa

1.1	Introduzione	1
1.2	Definizione e caratteristiche dello strumento	2
1.3	Caratteristiche e dimensioni del mercato europeo	7
1.4	Conclusioni	17

### 2. Seasoned Equity Offering e performance azionaria

2.1	Introduzione	18
2.2	SEO: definizione e caratteristiche	19
2.3	Effetti attesi sulla performance azionaria	26
2.4	Conclusioni	32

### 3. Effetto delle SEO sui REIT europei

3.1	Introduzione	33
3.2	La rilevanza delle SEO nel mercato dei REIT europei	34
3.3	Analisi empirica	38
3.3.1	Campione	38
3.3.2	Metodologia	39
3.3.3	Risultati	40
3.4	Conclusioni	43

## Conclusioni

## Appendice alla tesi

## Bibliografia



## Introduzione

L'eccessiva offerta di credito, da parte dei principali istituti finanziari statunitensi, e un utilizzo sconsiderato dello strumento della cartolarizzazione, con la sicurezza di una rivalsa, in termini monetari, sulla cessione degli immobili sottratti a chi non fosse riuscito a ripagare il proprio debito, hanno introdotto nell'economia americana delle potenziali condizioni di instabilità: il forte aumento dei pignoramenti degli immobili, a partire dal 2006, ha innescato una spirale definitivamente fuori controllo nel corso dell'anno seguente. Tale situazione aveva fatto registrare, negli anni precedenti alla crisi, una notevole crescita dei prezzi del mercato immobiliare: l'indice Case-Shiller sul mercato residenziale americano aveva fatto segnare, nel periodo 1996-2006, un aumento del 130%<sup>1</sup>.

Lo scoppio della bolla speculativa ha portato al fallimento alcuni dei principali istituti di credito statunitensi: basti pensare alla bancarotta della Lehman Brothers, dichiarata nel settembre del 2008, ma anche al fallimento di Bear Stearns (poi rilevata da JP Morgan Chase), oppure al crollo delle azioni di altre società finanziarie, come la compagnia di assicurazioni AIG, che arrivò a perdere, nel 2008, il 40% del proprio valore.

L'interconnessione dei mercati ha portato alla rapida diffusione degli effetti del fenomeno sul sistema: l'investimento, da parte degli istituti finanziari di altri Paesi, come anche degli stessi Stati sovrani, in titoli cosiddetti "tossici", seppur dotati, inizialmente, di un ottimo livello di rating conferito dalle principali agenzie, ha finito con il far assumere alla crisi una dimensione globale.

Nella relazione annuale del 2008, il Fondo Monetario Internazionale prevedeva perdite per circa 565 miliardi di dollari, a causa delle insolvenze sul mercato dei mutui residenziali, fino ad arrivare a perdite potenziali di 945 miliardi di dollari, se si fossero considerati anche crediti e titoli relativi al mercato immobiliare commerciale<sup>2</sup>.

In un'ottica di pulizia dell'attivo da parte degli istituti finanziari, la stretta creditizia è stata una delle principali misure di contrasto alla tragica situazione di bilancio delle banche: se la crisi era stata originata proprio dalla concessione estremamente facile di credito anche a soggetti senza particolari garanzie, il *credit crunch* ha finito con il ritardare la ripresa, nonostante le misure adottate dalle banche centrali, come i tassi di interesse prossimi allo

---

<sup>1</sup> PORTERI A., *La crisi, le banche e I mercati finanziari*, Università degli Studi di Brescia, Working Paper n. 102 – 2010

<sup>2</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report*, 8 aprile 2008

zero e l'istituzione, da parte della BCE, di operazioni mirate di rifinanziamento del settore bancario (LTRO e, successivamente, TLTRO). Ripresa che solo negli ultimi periodi, a quasi dieci anni di distanza dall'inizio della crisi, sembra ricominciare.

Una delle principali spinte per il rilancio del settore immobiliare arriva dall'introduzione, negli ordinamenti dei principali Paesi europei, di un nuovo veicolo di investimento di matrice statunitense: i *Real Estate Investment Trusts* (REIT).

Già previsti dalla disciplina americana negli anni Sessanta, ma completamente operativi solo a partire dalla metà degli anni Ottanta, i REIT sono delle società di investimento immobiliare con obbligo di quotazione e sottoposte ad un regime fiscale particolarmente vantaggioso, a causa dei notevoli benefici che tali strumenti presentano rispetto ai fondi immobiliari: uno tra tutti, l'accessibilità all'investimento nel settore immobiliare da parte dei piccoli risparmiatori, attraverso la libera trasferibilità delle azioni sui mercati regolamentati.

In Europa, i REIT sono entrati a far parte del panorama economico solo nel corso degli ultimi anni: ad eccezione dell'Olanda, che ha adottato la normativa di settore già a partire dal 1969, e del Belgio, nel 1995, gli ordinamenti europei hanno regolamentato tale forma di investimento dal 2003 in poi. La Francia, nel 2003, è stata l'unica tra le grandi economie del vecchio continente a prevedere questa forma di investimento prima dello scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti. Si sono aggiunti, poi, Germania, Italia e Regno Unito, nel 2007; alcuni Paesi che hanno sofferto in maniera più grave la recessione economica, hanno introdotto questi strumenti nel bel mezzo della crisi finanziaria, come possibile risposta alla drammatica situazione del settore: la Spagna, nel 2009, e l'Irlanda nel 2013.

Sono più di trenta, ad oggi, i Paesi che dispongono di una regolazione in materia, redatta seguendo le *best practices* americane, seppur con qualche differenza dovuta al periodo in cui le norme sono state introdotte e, soprattutto, alla situazione del mercato immobiliare. La Germania, ad esempio, ha previsto tale forma di investimento come reazione alla bolla speculativa che si era originata sul mercato interno a causa di alcuni aspetti controversi nella regolazione dei fondi immobiliari.

L'obiettivo del presente lavoro è l'analisi della performance azionaria dei REIT sul mercato europeo e, più nello specifico, il rendimento offerto in seguito ad operazioni di aumento di capitale. Grazie ai vantaggi fiscali previsti per tali società sulla distribuzione dei dividendi, infatti, per i REIT risulta più conveniente finanziare i propri progetti

attraverso emissioni secondarie di capitale, piuttosto che ricorrere al credito bancario o obbligazionario.

Come evidenziato da Bilinski, Liu e Strong (2012)<sup>3</sup>, analizzando il rendimento delle imprese industriali, si nota che quelle emittenti fanno registrare, almeno nel corso dei primi anni dalla SEO, performance inferiori alle società dello stesso settore e di dimensioni analoghe che, invece, non hanno effettuato tali operazioni.

Uno studio sul rendimento dei REIT in seguito ad SEO è stato condotto, sul mercato americano, da Howton, Howton e Friday (2000)<sup>4</sup>. I risultati dei REIT sono simili a quelli derivanti dall'osservazione delle loro controparti industriali: le società che hanno effettuato SEO fanno registrare, nel breve e nel medio-lungo periodo, dei rendimenti mediamente inferiori alle imprese non emittenti.

Nel presente lavoro, l'attenzione si focalizza maggiormente sul mercato europeo, per verificare se risultano valide, anche in tale scenario, le considerazioni derivanti dagli studi svolti oltreoceano.

Il primo capitolo approfondisce la disciplina dei REIT, per come essi figurano nella realtà americana e per il modo in cui la normativa è stata recepita dai Paesi europei, che hanno introdotto nei loro ordinamenti tale forma di investimento, a più di trent'anni dalla loro creazione, sulla falsariga di quanto proposto oltreoceano. Inevitabili difformità, seppur non eccessivamente rilevanti, figurano tra le varie discipline a causa del diverso periodo di introduzione e della differente situazione del mercato immobiliare interno.

Nel secondo capitolo, viene proposta un'osservazione generale sulle principali fonti di finanziamento attraverso la raccolta di capitale di rischio: il processo di quotazione iniziale (*Initial Public Offering*, IPO) e le successive emissioni di capitale (*Seasoned Equity Offering*, SEO) vengono messi a confronto, per quanto riguarda le modalità ed i costi delle operazioni e le motivazioni dell'impresa. Successivamente, l'attenzione si sposta sugli effetti attesi delle SEO sulle performance azionarie delle imprese che decidono di procedere con tali operazioni, analizzando le reazioni dei mercati agli annunci delle SEO.

Infine, è esposto lo studio di Howton, Howton e Friday (2000), con l'analisi delle performance azionarie dei REIT americani che hanno effettuato emissioni secondarie di

---

<sup>3</sup> BILINSKI P. – LIU W. – STRONG N., *Does liquidity risk explain low firm performance following seasoned equity offering?*, Journal of Banking & Finance, 2012

<sup>4</sup> HOWTON S.D. – HOWTON S.H. – FRIDAY H.S., *Long Run Underperformance in REITs Following Seasoned Equity Offerings*, Journal of Real Estate Portfolio Management, 2000

capitale, valutandone le prestazioni sia nel breve periodo (un anno), sia nel medio-lungo (tre anni), e confrontando i risultati con quelli fatti registrare dalle imprese dell'analogo settore che, invece, non hanno intrapreso tali operazioni.

Nel terzo ed ultimo capitolo, lo studio del rendimento dei REIT emittenti è operato sul mercato europeo: un settore ancora in fase embrionale, ma che conta già più di 120 società, tra quelle di nuova costituzione e quelle che hanno deciso di uniformare la propria struttura alla particolare normativa, acquisendo lo status di REIT. Dopo una descrizione del mercato, per quanto ne riguarda dimensioni e capitalizzazione, viene presentata la rilevanza delle operazioni di emissione di capitale proprio per società già quotate.

La parte conclusiva comprende l'osservazione delle performance azionarie dei REIT europei, con un'analisi empirica che mette a confronto, seguendo la metodologia proposta nel già citato studio sul mercato americano, il rendimento delle imprese emittenti e quello delle società che, invece, hanno deciso di non ritornare sul mercato primario per aumentare il proprio capitale.

# Capitolo 1

## I REIT in Europa

### 1.1 Introduzione

I REIT sono stati introdotti per la prima volta nell'ordinamento degli Stati Uniti negli anni Sessanta: pertanto, le *best practices* e la normativa sviluppatasi oltreoceano nel corso degli anni sono state prese come esempio dalle discipline degli oltre trenta Paesi che prevedono una normativa in materia. I principali Stati europei che, ad oggi, hanno introdotto i REIT nei loro ordinamenti sono stati, nell'ordine, l'Olanda, il Belgio, la Francia, la Germania, il Regno Unito e l'Italia, ma la disciplina e le caratteristiche del mercato dei singoli Paesi presentano delle peculiarità che li differenziano, seppur in misura non eccessivamente rilevante, tra di loro e dalla realtà americana.

Il capitolo focalizza la sua attenzione sui REIT europei ed è strutturato in due paragrafi.

Nel primo paragrafo, sono analizzate la definizione e le caratteristiche dei REIT, come regolati nella legislazione statunitense. Oltre alla descrizione dello strumento, sono esposti i passaggi fondamentali concernenti l'evoluzione della disciplina statunitense in materia e i vantaggi legati all'investimento in tali fondi.

Nel secondo paragrafo, invece, l'attenzione si sposta sul mercato europeo, con la descrizione dei contesti e delle principali caratteristiche delle normative in materia di Francia, Germania, Regno Unito ed Italia. Successivamente, viene fornita una breve panoramica del mercato europeo, attraverso l'analisi dell'andamento dell'Euronext IEIF REIT Europe Index, che raccoglie le principali società di investimento immobiliare quotate sui mercati dell'Eurozona.

## 1.2 Definizione e caratteristiche dello strumento

I REIT (acronimo di *Real Estate Investment Trust*) sono dei veicoli di investimento immobiliare che possiedono e gestiscono beni immobili fruttiferi.

Introdotti nella legislazione statunitense negli anni Sessanta dal Presidente Dwight D. Eisenhower, con il REIT Act, contenuto nel *Cigar Excise Tax Extension* del 1960, furono creati dal Congresso per offrire ai risparmiatori privati la possibilità di accedere ad investimenti su larga scala, con una notevole diversificazione del portafoglio.

Si tratta, infatti, di società che impiegano il proprio capitale in diverse tipologie di immobili, commerciali o residenziali, ma anche ospedali, alberghi e persino mutui o prestiti, oppure fondi terrieri. Generalmente, le società sono specializzate in un solo tipo di proprietà.

La caratteristica che distingue i REIT da altre società immobiliari è che un REIT deve, in primo luogo, acquisire e sviluppare le sue proprietà, come parte del proprio portafoglio di investimenti: ciò li rende completamente diversi, ad esempio, dalle società di trading immobiliare, impegnate nella esclusiva compravendita.

Proprio per la loro funzione, la legislazione fiscale li identifica come *look through vehicle*, vale a dire dei soggetti fiscalmente trasparenti esenti ai fini dell'imposta sul reddito delle società.

Ma affinché una società possa qualificarsi come REIT, la disciplina statunitense individua alcuni requisiti essenziali<sup>5</sup>:

- a) Essere costituita con una forma giuridica di Società per Azioni o trust<sup>6</sup>;
- b) Investire almeno il 75% del proprio patrimonio complessivo in attività immobiliari;
- c) Acquisire almeno il 75% dei propri profitti lordi da affitti di beni immobili, interessi su mutui che finanziano beni immobili o dalla vendita di immobili;
- d) Pagare almeno il 90% del suo reddito imponibile annuo agli azionisti, in forma di dividendi;
- e) Avere azioni che sono completamente trasferibili, ma non concentrate, oltre il 50%, nelle mani di cinque o meno azionisti;

---

<sup>5</sup> U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, [www.sec.gov/answers/reits.htm](http://www.sec.gov/answers/reits.htm) - aggiornamento 17 gennaio 2012 – URL consultato il 28 novembre 2015

<sup>6</sup> Il trust è un istituto del sistema giuridico anglosassone di common law, che consente di dar vita ad un fondo con patrimonio autonomo, amministrato da un fiduciario (*trustee*), tenuto ad agire secondo le istruzioni del donatore, per il raggiungimento di uno scopo o nell'interesse di un beneficiario.

f) Avere un numero minimo di 100 azionisti.

I REIT si dividono, generalmente, in due categorie: REIT azionari e REIT ipotecari.

I REIT azionari (*Equity REITs*) sono la forma più comune in cui si struttura un fondo di investimento immobiliare: rappresentano, ad oggi, circa il 90% dei REIT che operano sul mercato statunitense<sup>7</sup>. Si configurano come soggetti il cui attivo è formato, in primo luogo, da proprietà e da titoli immobiliari. Negli ultimi venti anni, sono diventati sempre più delle società operative, impegnate in una vasta gamma di attività: principalmente, si occupano di leasing, di manutenzione di immobili e di sviluppo di servizi per i clienti.

I REIT ipotecari (*Mortgage REITs*) investono in finanziamenti ipotecari, in maniera diretta, con la concessione di mutui, ipoteche o altri tipi di prestiti immobiliari, o indirettamente, attraverso l'acquisto di titoli garantiti da ipoteca. Generalmente, questi soggetti estendono il loro credito solo sulle proprietà esistenti.

Una terza possibilità è rappresentata, infine, dai REIT ibridi (*Hybrid REITs*): sono i fondi che utilizzano le strategie di investimento di ambedue le categorie precedenti. Data, però, la vasta operatività degli *Equity REITs*, sono, in linea di massima, ascrivibili alla già citata tipologia.

La maggior parte dei REIT registrati presso la *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* sono quotati in un mercato regolamentato e, quindi, pubblicamente negoziati; tuttavia, la quotazione non è obbligatoria, e pertanto esistono REIT non quotati in borsa, negoziati in privato o anche in pubblico.

Queste società hanno avuto uno sviluppo considerevole solo in seguito alla riforma fiscale del 1986, in cui sono apportate delle riduzioni al vantaggio dell'investimento immobiliare diretto ed introdotte numerose semplificazioni sulla disciplina dei REIT, tra cui, in particolare, la possibilità di gestire, a scopo di reddito, gli immobili di proprietà del fondo.

Nel 1999, viene ratificato dal Presidente Clinton il *REIT Modernization Act*: questo documento prevede la possibilità, per i REIT, di fornire servizi aggiuntivi, attraverso la creazione di società sussidiarie. Il *REIT Improvement Act* del 2005 apre, infine, alla libera partecipazione nei fondi quotati anche per gli investitori stranieri, internazionalizzando uno strumento che, nel frattempo, viene recepito dagli ordinamenti degli altri Paesi occidentali.

Il motivo principale che ha reso i REIT uno strumento così diffuso negli Stati Uniti e, negli ultimi anni, nelle principali economie è l'alto tasso annuo di dividendi che i fondi versano,

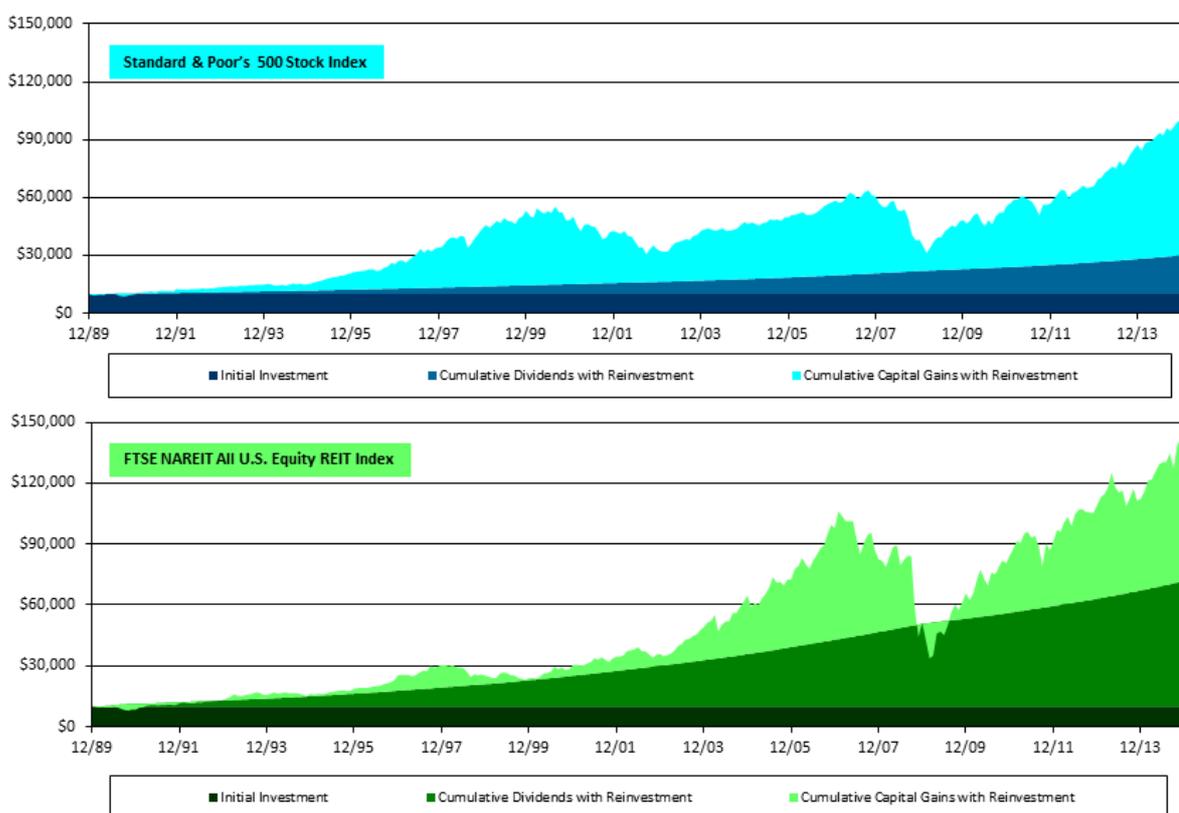
---

<sup>7</sup> NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (NAREIT), <https://www.reit.com/investing/reit-basics/faqs/basics-reits> - URL consultato il 2 dicembre 2015

come stabilito dalla legge, agli azionisti: proprio questo vincolo legislativo ha fatto sì che i REIT basassero le loro entrate su flussi di reddito affidabili. Il requisito di elevata distribuzione dei dividendi comporta che, rispetto agli altri titoli, una quota maggiore dei rendimenti da investimento in REIT derivino dai dividendi, con un notevole vantaggio per il risparmio a lungo termine: per gli investitori con un orizzonte temporale più lungo, infatti, i dividendi possono essere reinvestiti per generare rendimenti futuri.

Il grafico di seguito riportato (Fig. 1.1) mostra la differenza tra il rendimento dell'indice Standard & Poor's 500 e quello dell'indice FTSE NAREIT All Equity REITs<sup>8</sup>, in particolare nella loro suddivisione tra ritorno sotto forma di dividendi o di guadagno in conto capitale.

**Fig. 1.1 – Dividendi e capital gain (Gennaio 1990 – Febbraio 2015)**



FONTE: NAREIT (2015), <https://www.reit.com/investing/reit-basics/reit-financial-benefits/reits-and-income> - URL consultato il 3 dicembre 2015

Dai dati emerge che, per quanto riguarda i REIT, circa la metà dei rendimenti totali sono ottenuti da dividendi, mentre per l'indice S&P 500 la quota di dividendi è inferiore ad un

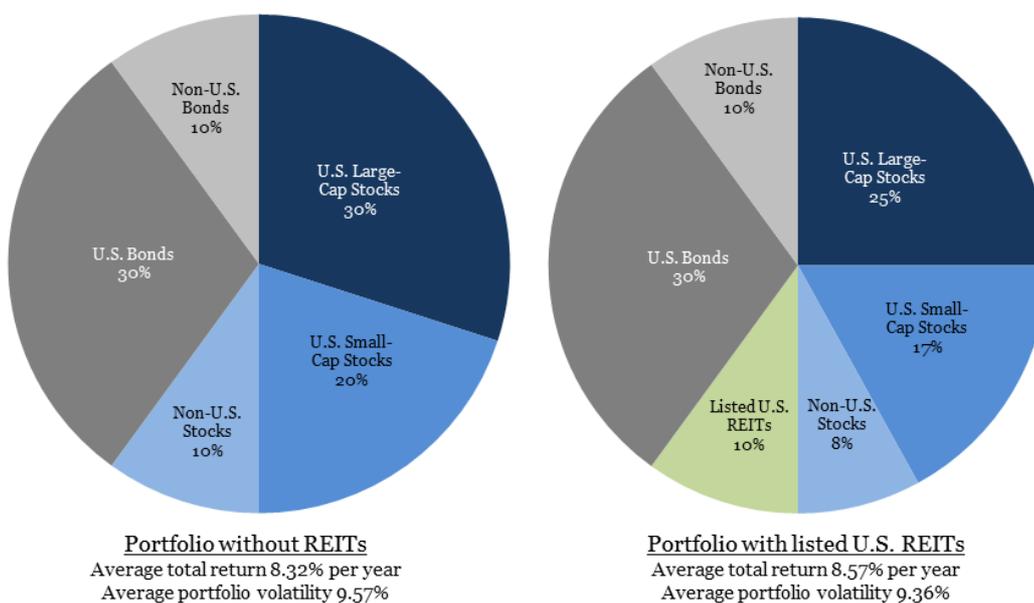
<sup>8</sup> Il FTSE NAREIT All Equity REITs Index è un indice di mercato, ponderato per la capitalizzazione delle società considerate. Contiene tutti i REIT statunitensi quotati che abbiano investito più del 50% del loro attivo in asset immobiliari diversi da crediti ipotecari garantiti da beni immobili.

quarto dei guadagni totali. Anche la quota di ritorno sottoforma di capital gain risulta sensibilmente più alta per i REIT, proprio per la possibilità di reinvestire i propri dividendi. Il vantaggio di investire in tali strumenti risulta legato, principalmente, al vincolo di distribuzione previsto dalla normativa.

Un'ulteriore significativa opportunità offerta dai REIT consiste nella diversificazione del portafoglio di investimenti. La diversificazione consente, come noto, di ridurre il rischio del rendimento di un portafoglio di investimenti, attraverso la presenza, in esso, di una molteplicità di titoli non perfettamente correlati tra di loro.

La bassa correlazione del mercato immobiliare con gli altri settori del mercato azionario, ma anche con obbligazioni o altre attività, rende particolarmente attrattiva questa modalità di investimento. Secondo uno studio della NAREIT, riportato nel seguente grafico (Fig. 1.2), una riallocazione che consideri l'investimento in REIT, porterebbe sia ad un aumento del rendimento medio annuo, sia ad una diminuzione della volatilità del portafoglio.

**Fig. 1.2 – Rendimento e rischio di un portafoglio con e senza REIT**



FONTE: NAREIT (2015), <https://www.reit.com/investing/reit-basics/reit-financial-benefits/reits-and-diversification> - URL consultato il 3 dicembre 2015

NOTA: lo studio prende in considerazione il rendimento e il rischio medio, durante il periodo 1990-2014, degli indici S&P 500 (*U.S. large-cap Stocks*), il Russell 2000 (*U.S. small-cap Stocks*), il MSCI EAFE (*non-U.S. Stocks*), il BCUS Aggregate (*U.S. Bonds*), il BC Global ex-US (*non-US Bonds*) e il FTSE NAREIT All REITs (*listed U.S. REITs*)

I REIT, inoltre, offrono una naturale protezione contro l'inflazione: affitti e valori immobiliari tendono, infatti, ad aumentare con l'aumento generalizzato dei prezzi. Questo

supporta la crescita (nominale) dei dividendi, garantendo un flusso di guadagno sicuro e pressoché stabile nel tempo, anche durante i periodi di inflazione.

Ultima caratteristica dei REIT è legata ai vincoli di trasparenza che impongono significativi obblighi di informazione, sia nei confronti degli investitori, sia verso le autorità di vigilanza. In quanto società quotate, i REIT hanno innanzitutto degli obblighi di *corporate governance*: l'*Institutional Shareholder Services*<sup>9</sup>, che annualmente redige una stima dei settori del mercato azionario in base alla trasparenza della loro gestione aziendale e alla tutela degli azionisti di minoranza, ha ripetutamente inserito il settore immobiliare al secondo posto di questa classifica, dietro le sole imprese di servizi pubblici, assegnando ai REIT la massima valutazione<sup>10</sup>.

La valutazione dei REIT quotati è affidata ad analisti, i quali li classificano in base alla loro capacità di pagare i dividendi, attraverso il calcolo del *Funds From Operation* (FFO).

Si tratta di una misura della liquidità generata dai REIT, comunemente usato, per queste forme di investimento, in sostituzione del rapporto prezzo/utile; è pari alla somma tra il risultato netto di un REIT, escluse plusvalenze o minusvalenze derivanti dalla vendita di immobili, e ammortamenti o deprezzamenti immobiliari.

Tutte queste caratteristiche hanno reso, ad oggi, il mercato dei REIT uno dei principali settori dell'economia statunitense. Secondo le ultime stime diffuse dalla NAREIT, il numero dei REIT quotati sulla borsa di New York supera i 200, per un totale di asset gestiti che sfiora i 2 trilioni di dollari. Nel 2014, i REIT quotati hanno distribuito dividendi approssimativamente per 42 miliardi di dollari, ai circa 70 milioni di americani che hanno deciso di investire i loro risparmi in tali fondi.

---

<sup>9</sup> L'*Institutional Shareholder Services* è una società di consulenza, di proprietà del MSCI fino ad aprile 2014, quando è stata ceduta alla Vestar Capital Partners.

<sup>10</sup> KENT BAKER H. – FILBECK G., *Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmark and Strategies*, John Wiley & Sons, 2013

### 1.3 Caratteristiche e dimensione del mercato europeo

Nonostante quello degli Stati Uniti rimanga il mercato di riferimento, il settore dell'investimento immobiliare indiretto, soprattutto per quel che riguarda i REIT, sta diventando sempre più importante nelle principali economie del mondo, e, in particolar modo, in quelle europee.

Tutti i Paesi appartenenti al G7 hanno, ormai, introdotto i REIT nei loro ordinamenti, sulla falsariga della legislazione americana: dal Canada, che ha recepito la normativa nel 1993, passando per Giappone, nel 2000, e Francia, nel 2003, fino ad arrivare a Germania, Regno Unito ed Italia, nel 2007.

Le altre nazioni europee ad aver adottato l'approccio americano sui REIT sono state, nell'ordine: Olanda (1969), Belgio (1995), Bulgaria (2005), Finlandia e Spagna (2009), Ungheria (2011) e Irlanda (2013). La prossima ad iscriversi all'elenco potrebbe essere Malta, in cui è al varo l'introduzione dei REIT per il 2016.

Tra i principali Stati extra-europei a prevedere i REIT nel loro ordinamento figurano anche l'Australia e la Nuova Zelanda, gli Emirati Arabi Uniti, Israele, Messico, Sudafrica, India ed Hong Kong, oltre ai già citati Canada, Giappone ed, ovviamente, gli Stati Uniti.

La Cina potrebbe essere, invece, il prossimo ordinamento ad adottare la normativa sui REIT, avendo già aperto al mercato estero per tale strumento.

La prima grande economia europea ad introdurre una normativa sui fondi immobiliari è stata, come detto, la Francia, con la legge finanziaria per il 2003, che ha subito delle modifiche con negli anni successivi. La SIIC (acronimo di *Société d'investissement immobiliers cotées*) è una società per azioni, con obbligo di quotazione su un mercato regolamentato francese ed un capitale minimo di 15 milioni di euro. Per beneficiare del regime dedicato alle SIIC, non è necessario che questa sia una società di diritto francese, ma è sufficiente che sia quotata sulla Borsa di Parigi e che risulti soggetto passivo d'imposta nel paese di residenza: ciò perché i REIT erano già stati introdotti, come visto, nei contigui Belgio e Olanda.

Le SIIC francesi, e le società che controllano per almeno il 95%, godono dell'esenzione fiscale relativamente ai redditi di locazione, alle plusvalenze da cessione di beni immobiliari e alle imposte sul reddito, a patto che queste distribuiscano almeno l'85% del reddito da locazione annuo e il 50% delle plusvalenze, entro la fine del secondo esercizio

successivo a quello in cui sono state realizzate. Inoltre, il 100% dei dividendi delle controllate deve essere ridistribuito dalla SIIC entro un anno.

Sussiste, poi, un divieto per un singolo azionista o per un gruppo di azionisti che agiscano di concerto, di detenere più del 60% delle azioni di una società.

Una società immobiliare esistente che sceglie di usufruire dei vantaggi fiscali riservati alle SIIC, deve pagare al fisco francese una *exit tax*, pari al 16,5% delle plusvalenze latenti, cioè della differenza tra il valore di mercato degli immobili sussistente al momento in cui la società decide di optare per il regime SIIC e il loro costo storico di acquisto; tale tassa è pagabile in quattro rate annue costanti. La *exit tax* rappresenta un vantaggio notevole per la società che intende aderire al nuovo sistema, in quanto l'aliquota sulle plusvalenze prevista dal fisco francese, al momento dell'alienazione dell'immobile, è pari al 35%; la sua previsione rappresenta anche un vantaggio per le casse dello Stato, in quanto permette un gettito ragguardevole, stimolando l'utilizzo dell'istituto da parte delle imprese esistenti.

Dal 2004, con la cosiddetta SIIC2, è stato introdotto un ulteriore vantaggio per le SIIC: gli apporti immobiliari, da parte di imprese non immobiliari, sono tassati solo del 16,5%, invece dell'aliquota del 34% valida per tutte le altre società; dal 2005 il vantaggio fiscale è stato esteso, oltre che agli apporti, anche alle vendite. Ad aprile 2004, *Euronext Paris* e l'IEIF (*Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière*) hanno cominciato a pubblicare l'indice *Euronext IEIF SIIC France*, che segue l'andamento delle SIIC quotate.

Nel 2006, inoltre, hanno debuttato in Francia gli OPCI (*Organismes de Placement Collectif Immobilier*), che costituiscono il *restyling* di uno strumento finanziario, la SCPI (*Société Civile de Placement Immobilier*), già presenti nell'ordinamento francese dall'inizio degli anni Settanta, ma poco utilizzati, perché considerati poco trasparenti.<sup>11</sup> Gli OPCI sono fondi comuni che investono in immobili almeno il 60% del loro totale attivo e sono esenti dalla tassazione sulle imprese. Possono essere costituiti come società a capitale variabile, in cui l'investitore sarà tassato analogamente agli investitori di altre società, oppure come fondi immobiliari privi di personalità giuridica, in cui l'investitore sarà tassato come se ricevesse reddito dalla proprietà diretta dei cespiti immobiliari.

Anche per queste due società vige l'obbligo di distribuzione di almeno l'85% del reddito sotto forma di dividendi e il 50% delle plusvalenze realizzate (stessa normativa delle SIIC)

---

<sup>11</sup> DEL COLLE A., *Fondi Immobiliari in Europa e USA: struttura e prospettive*. Servizio Studi e Ricerche, Banca Intesa, Settembre 2006

per essere dichiarati esenti ai fini dell'imposizione fiscale. A differenza delle SIIC, agli OPCV sono precluse le attività di sviluppo delle proprietà detenute e di trading immobiliare.

La situazione tedesca è, invece, molto più delicata.

La Germania ha adottato una normativa sui REIT solo nel 2007, con l'introduzione del *German REIT Act*, approvato dal Bundesrat il 30 marzo dell'anno in questione.

L'investimento immobiliare era, però, già attivo da un lasso di tempo molto significativo: il primo fondo immobiliare risale, infatti, al 1959: da lì al 2003, i *Publikum-Offene Immobilienfond* (OI) raccoglievano circa il 20% del patrimonio dei fondi comuni in Germania. Gli OI sono dei fondi aperti fiscalmente trasparenti, in quanto la tassazione avviene del tutto in capo all'investitore al momento della distribuzione degli utili.

Questi fondi hanno una particolarità: non possono essere negoziati sul mercato secondario, ma gli investitori hanno il diritto di redimere il valore della quota durante tutta la vita del fondo. Ciò obbliga gli OI a seguire una strategia che consenta di mantenere una elevata componente di liquidità nel proprio attivo, per far fronte alle richieste di riscatto.

La quota di riscatto è valutata in base alla stima del patrimonio netto del fondo: il metodo utilizzato è quello dell'attualizzazione del flusso degli affitti sostenibili, che tende a sottovalutare i periodi di sfitto e la volatilità dei rendimenti immobiliari; a questo, va aggiunto uno *spread* che copre i costi di transazione, stimato intorno al 5%. Ciò fa sì che gli investitori ricevano un rendimento artificialmente meno volatile dell'attivo sottostante.<sup>12</sup>

Questa peculiarità ha dato il via alla bolla immobiliare che ha colpito il mercato tedesco nel 2005: gli investitori investivano la loro liquidità nei fondi immobiliari in attesa che le condizioni del mercato azionario divenissero più favorevoli, per poi smobilizzarle in blocco. Il 15 dicembre 2005, il fondo Grundbesitz-Invest, di proprietà della Deutsche Bank, ha dovuto sospendere per più di tre mesi le possibilità di riscatto delle quote, dopo che erano arrivate richieste per circa 300 milioni di euro in un solo giorno.

In seguito ad una tale situazione, il Governo tedesco arriva a prendere in esame una modifica della normativa, rappresentata proprio dal *German REIT Act* del 2007.

Accanto ai fondi aperti, peraltro riformati con l'introduzione di un periodo minimo di detenzione pari a 24 mesi prima della possibilità di effettuare la richiesta di riscatto e la

---

<sup>12</sup> DEL COLLE A., *op. cit.*

facoltà di sospensione del rimborso, per problemi di liquidità del fondo, fino a 36 mesi, vengono introdotti i G-REIT: sono una forma particolare di società per azioni, con un capitale minimo di costituzione di 15 milioni di euro, con obbligo di quotazione in borsa e divieto, per un singolo azionista, di detenere più del 10% delle azioni totali.

Il ruolo principale dei G-REIT è limitato alle attività strettamente connesse al settore immobiliare, come acquisto, costruzione, vendita, locazione e gestione degli asset.

Sono dei soggetti fiscalmente trasparenti, come anche accade per gli OI. Per ottenere tale status, devono: avere un attivo costituito da beni immobili per almeno il 75% del totale; distribuire almeno il 90% degli utili annui agli azionisti; avere una retribuzione lorda da locazione, leasing e vendita di immobili pari almeno al 75% delle entrate totali. Inoltre, le attività accessorie non devono eccedere il 20% del reddito lordo.

La normativa tedesca pone, a differenza di quella francese e statunitense, un limite all'indebitamento della società: il livello massimo delle attività che possono essere finanziate tramite l'emissione di debito è pari al 60%.

Nello stesso anno, anche oltremarina cominciavano a diffondersi gli UK-REIT, entrati nella normativa britannica con la legge finanziaria per il 2006 e attivi a partire proprio dal 1° gennaio 2007.

Nemmeno il Regno Unito era, però, nuovo all'investimento immobiliare indiretto: prima dell'introduzione degli UK-REIT, questo si concretizzava attraverso dei fondi di investimento chiamati *UK Authorised Property Unit Trust* (APUT). Sono dei fondi, generalmente aperti, rivolti agli investitori al dettaglio, e pertanto soggetti a stringenti normative per ciò che riguarda l'iter autorizzativo e la supervisione da parte della *Financial Service Authority*; la quotazione in borsa è possibile, anche se non sfruttata.

Esiste, inoltre, la possibilità di costituire dei fondi privi di autorizzazione, detti *Jersey off-shore Unit Trust* (JPUT), i quali sono, però, riservati unicamente agli investitori qualificati.

Gli APUT hanno dei vincoli stringenti riguardo agli impieghi: almeno il 60% dell'attivo deve essere investito in proprietà immobiliari; nessuna di queste può risultare superiore al 15% del portafoglio del fondo e nessun inquilino può rappresentare più del 20% del monte affitti. Inoltre, è stabilito un limite al livello di indebitamento, pari al 20% delle attività totali. Gli APUT non sono soggetti a ritenute fiscali, sono totalmente esenti dalla tassazione delle plusvalenze e godono di un'aliquota vantaggiosa sull'imposta di registro dei beni immobili, pari solo allo 0,5% del valore della proprietà (rispetto al 4%).

Pagano, però, l'imposta sugli utili netti, pari al 20%; gli investitori, infine, sono tassati sulla distribuzione dei dividendi come qualsiasi altra società del Regno Unito. Gli APUT sono, in quanto fondi aperti, strutture molto flessibili e capaci di garantire un buon livello di liquidità; infine, ridistribuiscono agli investitori l'intero ammontare di utile annuo.

Dal 2007, sono stati introdotti, nella normativa inglese, gli UK-REIT e, contestualmente, è stato abolito il privilegio per gli APUT dell'imposta sul registro: sia APUT che UK-REIT sono soggetti, quindi, ad un'imposta di registro con aliquota ordinaria.

Come per la legge francese, è previsto che le società di vecchia costituzione possono essere convertite in REIT, aderendo al vantaggioso regime fiscale, previo pagamento di una tassa di conversione pari al 2% del valore lordo delle proprietà immobiliari iscritte all'attivo, al momento della trasformazione.

Per gli UK-REIT, la quotazione è obbligatoria: ciò garantisce una maggiore trasparenza di questi veicoli, a causa dei continui controlli di mercato a cui sono sottoposte le società quotate, e una maggiore semplicità nella trasferibilità delle azioni. Non sono soggetti ad alcuna tassazione sul reddito, eccezion fatta per le tasse sulla distribuzione di dividendi, che ricade, in ogni caso, in capo agli investitori e non sul reddito societario.

La distribuzione deve riguardare almeno il 90% degli utili conseguiti durante l'anno; nessun investitore può detenere più del 10% delle azioni della società, pena la perdita dello status di UK-REIT e, conseguentemente, dei vantaggi fiscali.

Sussiste, infine, un rapporto massimo di indebitamento: il limite è definito dal rapporto tra profitti lordi e interessi passivi, che può essere al massimo pari a 1,25:1. Ciò corrisponde ad un livello di indebitamento stimabile intorno all'80%.

Il 2007 è l'anno di svolta anche per il mercato italiano. Con la Legge del 27 dicembre 2006, n.296 (legge finanziaria per il 2007), vengono introdotte delle norme riguardanti un nuovo istituto: le Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ).

Già dal 1994, il mercato italiano prevedeva una modalità di investimento indiretta nel mercato immobiliare: i Fondi Immobiliari sono una struttura patrimoniale, priva di personalità giuridica, gestiti da un intermediario finanziario (SGR, o Società di Gestione del Risparmio). Almeno i due terzi del patrimonio del fondo devono essere investiti in beni immobili e nessun investimento può superare un terzo del portafoglio complessivo.

Fino al 2001, si configuravano come dei fondi chiusi, i quali garantivano il diritto al rimborso della quota solo a scadenza della vita del fondo: i cosiddetti fondi "a raccolta"

permettevano esclusivamente la raccolta preventiva, mediante collocamento, e solo in seguito la SGR aveva la possibilità di effettuare investimenti; la quota era, come detto, bloccata fino al termine della vita del fondo, che ha una durata minima di 10 anni e una massima di 30.

Il D.M. 31 gennaio 2003, n.47 ha previsto la possibilità di effettuare raccolte di capitale, tramite emissioni di quote successive a quella preventiva, con la facoltà per gli investitori di chiedere, durante queste finestre, il rimborso anticipato della quota. La sottoscrizione, inoltre, può avvenire anche tramite apporto di beni o diritti immobiliari.

Dal punto di vista fiscale, in seguito all'abolizione dell'imposta sostitutiva, il prelievo è totalmente in capo all'investitore, il quale, al momento della percezione dei proventi, è soggetto ad una ritenuta del 12,5%.

L'introduzione delle SIIQ ha contribuito ad uniformare il mercato italiano alle evoluzioni che si erano già viste in Francia e che erano in corso d'opera in Germania e Regno Unito.

Anche per il Legislatore italiano, le SIIQ sono delle società fiscalmente trasparenti: sono esenti dal pagamento di tasse sul reddito societario, vale a dire IRES ed IRAP. Per aderire al regime favorevole, è necessario, secondo le istituzioni della legge finanziaria per il 2007, che queste società: distribuiscano almeno l'85% dell'utile netto annuo ai soci, sotto forma di dividendi; abbiano un attivo costituito da immobili locati o da partecipazioni in altre SIIQ o fondi immobiliari qualificati per almeno l'80%; abbiano entrate derivanti dall'attività di locazione o da dividendi derivanti da altre SIIQ o fondi immobiliari pari almeno all'80% dei ricavi totali.

La normativa del 2007 pone due stringenti limiti sulla costituzione dell'azionariato: nessun azionista può detenere, direttamente o indirettamente, più del 51% dei voti in assemblea o dei diritti di distribuzione degli utili; almeno il 35% delle azioni deve essere detenuto da soci che non possiedono, singolarmente, una quota superiore al 2% della società.

Nonostante l'intenzione del Legislatore di fornire agli investitori un nuovo strumento per l'investimento immobiliare e il regime fiscale agevolato rispetto ai Fondi, dato il momento di recessione del mercato italiano, a settembre 2014 il numero delle SIIQ era fermo soltanto a due: Beni Stabili SpA e Immobiliare Grande Distribuzione SpA.

Si è reso, pertanto, necessario un intervento del Governo Italiano per favorire il rilancio del mercato immobiliare: le misure che modificano alcune caratteristiche delle SIIQ arrivano con il DL 133 del 12 settembre 2014, il cosiddetto *Sblocca Italia*.

La prima precisazione del Legislatore riguarda la natura delle SIIQ: non sono Organismi di Investimento del Risparmio Collettivo (OICR), e pertanto non sono sottoposte alla vigilanza di Banca d'Italia, ma a quella della CONSOB, come tutte le altre società quotate su un mercato regolamentato.

La puntualizzazione nasce dalla necessità di distinguere le SIIQ dai Fondi di Investimento Alternativo (FIA)<sup>13</sup>. Le SIIQ, infatti, si distinguono dai FIA in quanto non sono soggette all'obbligo di definire *ex ante* una politica di investimento o disinvestimento, con la possibilità di deviare, anche completamente, da un progetto inizialmente delineato.

Ma le modifiche più significative apportate dal DL riguardano le soglie sulle partecipazioni e sulla distribuzione: il limite massimo per la concentrazione del diritto di voto e di partecipazione agli utili in capo ad un singolo socio è portato al 60%; scende al 25%, invece, il limite minimo della quota che deve essere detenuto da soci i quali non abbiano, singolarmente, partecipazioni per più del 2% nella società, ma questo limite non è richiesto se la società è già quotata; abbassata anche la soglia che indica l'obbligo di distribuzione di dividendi, portata al 70% dell'utile netto annuo. Inoltre, è introdotto l'obbligo di distribuire almeno il 50% delle plusvalenze da alienazione di immobili entro due anni dal realizzo.

Contravvenendo il limite del 60%, in seguito ad operazioni societarie straordinarie o sul mercato dei capitali, è prevista la sospensione del regime fiscale favorevole sino al ripristino del requisito.

Per favorire lo sviluppo di tale veicolo, il DL Competitività 91/2014 ha stabilito alcune condizioni favorevoli per la trasformazione in SIIQ dei Fondi Immobiliari. In alternativa alla liquidazione forzata del fondo, è possibile valutare il passaggio del patrimonio dei quotisti in azioni di una SIIQ. Il tutto è esente da IVA, ma è previsto il pagamento di un'imposta di registro, ordinaria e catastale, di 200 euro.

Infine, anche una SpA non quotata in mercati regolamentati può richiedere il regime speciale riservato alle SIIQ se: risiede nel territorio dello Stato; svolge prevalentemente attività di locazione immobiliare (almeno 80% di attivo in proprietà immobili e almeno 80% dei ricavi da attività di locazione); è controllata, per almeno il 95%, da una SIIQ.

Aderendo al regime, si qualifica come una Società di Investimento Immobiliare Non Quotata (SIIQN).

---

<sup>13</sup> MONZA A. – VERCESI G. – FRATUS A., *SIIQ: Novità normative a seguito del Decreto Sblocca Italia*, novembre 2014, Norton Rose Fulbright

Le modifiche introdotte dal DL sembrano aver riattivato il settore immobiliare, in quanto già diverse società hanno espresso la loro intenzione di quotarsi e aderire al regime SIIQ: la più attiva sembra IDeA Real Estate SpA, del Gruppo DeAgostini, che ha già presentato un progetto di IPO da 500 milioni di euro. Anche il Gruppo Intesa San Paolo ha palesato l'intenzione di investire in questo veicolo, con la probabile futura quotazione di IMMIT – Immobili Italiani SpA.

Le uniche SIIQ, al momento, restano Aedes SIIQ SpA, Beni Stabili SpA e Immobiliare Grande Distribuzione SpA. Al regime delle SIINQ hanno sin ora aderito IGD Property SpA (controllata da IGD) e BS Immobiliare 8, BS Immobiliare 9 e IMSER 60, tutte controllate da Beni Stabili.

Questo dimostra come il mercato dei REIT, in Italia, sia ancora in fase embrionale, se paragonato al già affermato mercato statunitense.

Tuttavia, in giro per l'Europa sempre più imprese stanno entrando nel settore immobiliare, grazie soprattutto allo sviluppo dei REIT, che hanno permesso di restituire lustro ad un mercato che aveva particolarmente risentito del periodo di recessione, in seguito alla crisi economica del 2007. Nel corso degli ultimi anni, infatti, l'investimento europeo nel settore immobiliare stia tornando ai livelli pre-crisi: solo a settembre 2014, il volume di capitale raccolto tramite IPO sui mercati europei era pari a 4,2 miliardi di dollari, per arrivare a superare i 5 miliardi entro la fine dell'anno.

Nelle economie più forti, come Francia, Germania e Regno Unito, lo sviluppo di questo strumento ha raggiunto già livelli soddisfacenti, grazie anche all'investimento delle compagnie estere, in particolare dei REIT americani: secondo Morningstar, il loro interessamento, nei confronti del mercato europeo, è passato dai 18,9 miliardi di dollari di metà 2009 a 47,3 miliardi di dollari, nella prima metà del 2014, con una crescita di oltre il 150% negli ultimi cinque anni.

Nei Paesi che, invece, hanno sofferto di più la grave fase economica degli ultimi anni, la situazione sta diventando frenetica, soprattutto a causa del notevole abbassamento dei prezzi, in seguito alle crisi dei mercati immobiliari. Ciò ha contribuito a rendere attrattivo questo nuovo strumento: in Spagna, in particolare, l'IPO di Merlin Properties SOCIMI SA è risultata una delle più alte del 2014, raccogliendo 1,29 miliardi di euro.

La capitalizzazione del mercato europeo nel settore immobiliare ha raggiunto, a fine 2014, 144,8 miliardi di euro, in costante crescita rispetto agli anni precedenti.

Nel seguente grafico (Fig. 1.4), è rappresentato l'andamento degli ultimi cinque anni dell'indice Euronext IEIF REIT Europe<sup>14</sup> (REITE, in blu), confrontato con l'indice Euro Stoxx<sup>15</sup> (ETX, in rosso).

**Fig. 1.4 – Andamento REITE nel periodo 12/2010 – 12/2015 e confronto con ETX**



FONTE: Euronext

Nel grafico si nota come il volume di scambi che ha interessato i REIT sia notevolmente salito nel corso degli ultimi cinque anni, con rilevanti ripercussioni anche sull'andamento del prezzo dell'indice, aumentato di oltre il 50%. Interessanti informazioni si ricavano anche dalla correlazione tra l'indice REITE e l'indice ETX.

Risulta, in tal senso, evidente uno dei principali limiti di questa struttura: la quotazione in borsa dei REIT, con la conseguente valutazione degli strumenti in base alla loro capacità di pagare dividendi e l'inclusione nei principali indici, ha fatto in modo che il rendimento dei

<sup>14</sup> Euronext IEIF REIT Europe Index è un indice di mercato che raccoglie i REIT con una capitalizzazione superiore allo 0,4% del settore, con un flottante minimo del 20% e un fatturato medio quotidiano che rappresenti almeno lo 0,2%.

<sup>15</sup> Euro Stoxx 50 è un indice di titoli creato dalla Stoxx Limited, di proprietà di Deutsche Bank AG, Dow Jones & Co. e SWX Group; rappresenta le maggiori società appartenenti all'Eurozona.

REIT risulti maggiormente correlato con l'andamento generale dei mercati azionari che con quelli del mercato immobiliare sottostante, andando, così, a vanificare una delle caratteristiche fondamentali di questo strumento, cioè la diversificazione del portafoglio.

## 1.4 Conclusioni

La normativa che i vari Paesi hanno adottato sui REIT ricalca molto l'approccio americano, soprattutto per quanto riguarda il trattamento fiscale riservato a tali società, dettato dall'abbassamento delle barriere di entrata per gli investitori al dettaglio sui grandi patrimoni immobiliari gestiti.

Le differenze, tra i vari Stati europei, sono da ricercarsi nelle condizioni del mercato immobiliare antecedenti l'introduzione dello strumento: la Francia, come anche Olanda e Belgio, hanno adottato la normativa sui REIT in una situazione di relativa tranquillità finanziaria, cioè lontano dagli eventi che hanno prodotto la recessione economica degli ultimi anni. Altri Paesi, come l'Italia, hanno adottato misure più flessibili per rilanciare il settore immobiliare; la Germania, poi, ha sviluppato la disciplina sui REIT in seguito alla crisi dei fondi immobiliari interni, con inevitabili ripercussioni sulle disposizioni.

I REIT hanno portato notevoli vantaggi rispetto ai fondi immobiliari: questi ultimi sono, infatti, strutture patrimoniali prive di personalità giuridica, a cui non è permesso svolgere attività di costruzione (vige l'obbligo di affidare a terzi l'appalto); inoltre, la gestione dei fondi è affidata a società piuttosto lontane dal mondo immobiliare, trattandosi pur sempre di intermediari finanziari. La capacità imprenditoriale dei soggetti preposti alla gestione dei REIT dovrebbe essere, verosimilmente, di ben altro livello rispetto ai gestori dei fondi.

Per ultimo, la quotazione su un mercato regolamentato permette ai REIT una maggiore trasferibilità delle azioni, rispetto alla macchinosa disciplina che condiziona i fondi. La possibilità di effettuare offerte secondarie di capitale può considerarsi uno stimolo maggiore per l'impresa, soprattutto alla luce di un'implementazione o anche di una variazione dei progetti di investimento.

## **Capitolo 2**

### **Seasoned Equity Offering e performance azionaria**

#### **2.1 Introduzione**

I REIT godono di un trattamento fiscale vantaggioso, a fronte di alcune caratteristiche e vincoli imposti nella gestione delle risorse. Tra questi, particolare importanza ricopre l'obbligo di quotazione su un mercato regolamentato, presente in tutte le normative che riguardano tali strumenti.

Oltre alla maggiore trasferibilità delle azioni, rispetto a quanto avveniva in precedenza con i fondi, la quotazione in borsa permette anche di effettuare operazioni sul capitale.

La possibilità di aumento o riduzione del capitale impiegato è, infatti, preclusa ai fondi, i quali devono stabilire in anticipo dei progetti di investimento non modificabili per tutta la vita dello strumento. I REIT, liberi da questo vincolo proprio grazie all'obbligo di quotazione, possono modificare o implementare le loro strategie di investimento, raccogliendo il capitale necessario attraverso offerte secondarie di capitale.

Il capitolo focalizza l'attenzione sugli aumenti di capitale e sugli effetti attesi sulla performance azionaria di tali operazioni.

Il primo paragrafo analizza il processo di quotazione di un'impresa (*Initial Public Offering*, IPO) e le successive emissioni di capitale (*Seasoned Equity Offering*, SEO), mostrando le differenze tra i due procedimenti, anche in termini di costi e di motivazioni dell'impresa. Sono presentate le diverse modalità di emissioni secondarie, con le pratiche utilizzate negli Stati Uniti e sul mercato europeo. Viene, inoltre, analizzata la possibilità di offerte accelerate di capitale per le imprese di grandi dimensioni e dei notevoli vantaggi introdotti da questa modalità.

Il secondo paragrafo si concentra, invece, sugli effetti attesi delle SEO sulle performance azionarie delle imprese che intraprendono tali operazioni. In un primo momento, sono analizzate le reazioni dei mercati agli annunci delle SEO e le differenze con quelle che si verificano intorno alle IPO. Successivamente, l'attenzione si sposta sul mercato dei REIT e sulle performance azionarie delle società che hanno deciso di intraprendere delle offerte secondarie di capitale, sia nel breve, sia nel lungo periodo.

## 2.2 SEO: definizione e caratteristiche

La quotazione in borsa di un'impresa avviene attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale o IPO (acronimo di *Initial Public Offering*): è un'operazione di avvio delle negoziazioni sul mercato azionario da parte di un'impresa, per favorire la diffusione della proprietà attraverso il trasferimento delle quote sul mercato secondario.

L'IPO è una procedura estremamente complicata e costosa per l'impresa che la esegue.

Il primo passo è una fase di pianificazione dell'operazione, in cui la società compie una valutazione strategica relativa alla convenienza e riguardo alle modalità secondo cui procedere con la quotazione. La fase preliminare è, inoltre, utile per garantire che l'impresa sia in possesso di tutte le caratteristiche per affrontare l'ingresso in borsa, a livello di *governance* societaria, di completezza dello statuto e di eventuali difese contro operazioni ostili. In questa fase, l'impresa si appoggia ad un sottoscrittore principale, che si occupa di fornire alla società una consulenza legale e finanziaria, con un supporto che riguarda anche la pianificazione dell'operazione: vengono decise, infatti, le modalità dell'offerta pubblica, vale a dire il numero di azioni da offrire, i tempi della quotazione e un *range* di riferimento del prezzo di offerta delle azioni.

Viene, poi, redatto un prospetto informativo, cioè un documento che sintetizza le principali informazioni circa le caratteristiche dell'emissione e dell'impresa emittente.

Il sottoscrittore principale funge, inoltre, da coordinatore dell'offerta: mantiene i contatti diretti tra l'impresa e gli investitori istituzionali e ne raccoglie le adesioni, promuove l'IPO e agisce da sponsor, certificando i requisiti di ammissione della società alla quotazione.

Inoltre, si riserva un'opzione detta *greenshoe*, che consiste nella possibilità di collocare sul mercato un'ulteriore quantità di titoli, tra il 10% e il 15% dell'offerta totale. Tale strumento risulta particolarmente vantaggioso quando la richiesta dei titoli sul mercato supera il totale acquistato dagli intermediari: in questo modo, il sottoscrittore principale può negoziare più titoli di quanti ne abbia effettivamente in portafoglio, grazie alla garanzia della *greenshoe*.

Accanto al sottoscrittore principale, operano altre banche di investimento, in qualità di *underwriter*, organizzate in un sindacato di collocamento: saranno queste, secondo le quote stabilite, ad acquistare i titoli dell'impresa emittente e a collocarli sul mercato azionario e sul segmento istituzionale, accollandosi il rischio di un mancato successo della quotazione.

Per questo motivo, quando l'emissione viene considerata particolarmente rischiosa, possono essere pattuite delle clausole che tutelino gli interessi dell'intermediario: questo

può svincolarsi, infatti, dall'obbligo di vendere tutta l'emissione, garantendo però di trattarla sulla base del miglior risultato (*best effort*); la sottoscrizione può essere addirittura annullata, qualora non sia stato possibile collocare sul mercato tutta l'emissione (clausola *all-or-none*).

Mentre l'Autorità di Vigilanza valuta l'approvazione dell'operazione, l'impresa e i suoi sottoscrittori cominciano a determinare il prezzo di emissione, attraverso una procedura che prende il nome di *road show*: si tratta di una serie di incontri con la comunità finanziaria per presentare l'offerta e raccogliere le adesioni, che forniranno dei dati utili per la decisione sul prezzo massimo d'offerta.

La determinazione del prezzo può avvenire anche attraverso un'asta oppure essere stabilita a priori, determinando un'offerta a prezzo fisso. Tuttavia, il *book building*, cioè la raccolta delle adesioni degli investitori tramite il *road show*, è il meccanismo più utilizzato per stabilire il prezzo iniziale delle azioni: permette, infatti, di dare un'idea ben precisa sul prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per entrare in possesso delle azioni della nuova società, garantendo la determinazione di un *range* di prezzo abbastanza preciso che tenga conto delle condizioni del mercato.

Il prezzo di lancio delle azioni viene, dunque, stabilito dal sindacato di collocamento: nonostante la stima ricavata dall'indagine risulti affidabile, un problema ricorrente delle IPO è l'*underpricing*. Nella decisione del prezzo iniziale delle azioni, gli intermediari devono tener conto sia della necessità di collocare la totalità dell'emissione, sia dei costi che deriverebbero da una sottovalutazione del valore effettivo delle azioni collocate<sup>16</sup>: il problema dell'*underpricing* è determinato dal fatto che il prezzo di contrattazione dei primi giorni sia, in genere, significativamente più alto del prezzo di lancio.

Ciò comporta un vantaggio per gli investitori, che hanno acquistato le azioni ad un prezzo notevolmente più basso di quello risultante poi dal mercato, alle spese degli azionisti originari, costretti a liquidare le azioni al prezzo stabilito.

Diverse sono le teorie riguardo al fenomeno dell'*underpricing*, ma le più accreditate sono ascrivibili al filone delle asimmetrie informative. Nel modello ipotizzato da Rock (1986),

---

<sup>16</sup> L'impossibilità di accedere agli *order book* non consente di studiare i meccanismi utilizzati nella prassi per individuare il prezzo di offerta. Tuttavia, un'eccezione è rappresentata da uno studio condotto nel 1999 da Cornelli&Goldreich, i quali hanno avuto accesso ai criteri utilizzati in 23 IPO condotte secondo il metodo del *bookbuilding*. Per ulteriori approfondimenti, pertanto, si rimanda al paper: CORNELLI F. – GOLDREICH D., *Bookbuilding and Strategic Allocation*, IFA Working Paper No. 286-1999, Marzo 1999

gli investitori hanno informazioni diverse sul reale valore delle azioni emesse, poiché alcuni di essi hanno condotto delle attività di *information gathering*<sup>17</sup>. A pagare un prezzo di molto superiore a quello di lancio sono, pertanto, gli investitori meno informati, i quali avranno, probabilmente, sovrastimato il valore delle azioni (“Maledizione del Vincitore”). Ulteriori motivazioni dell’*underpricing* possono essere ricercati nella necessità della società e soprattutto dei sottoscrittori di collocare l’intera emissione, sebbene correndo il rischio di farlo ad un prezzo inferiore.

Individuare un prezzo minore del valore delle azioni, rispetto a quello poi effettivamente assegnato dal mercato, almeno nei primi giorni di negoziazione, porta anche degli intuitivi vantaggi per il management<sup>18</sup>: creando uno squilibrio dal lato della domanda, la società è obbligata a razionare l’offerta, distribuendo la totalità del monte azionario tra una pluralità di soggetti. Ciò rende più vantaggiosa la posizione del *management*: un azionariato diffuso si traduce spesso in minori controlli sull’operato dei *manager* e riduce il rischio di scalate ostili ai danni dell’impresa.

Come accennato, l’impresa sostiene dei costi notevoli per l’organizzazione di un’IPO: dalle spese per le operazioni di marketing sull’emissione o per l’organizzazione del *road show*, ai costi di consulenza o del collocamento di vendita. Tra questi ultimi, il più importante è lo *spread* tra il prezzo a cui un sottoscrittore acquista un’azione e quello a cui la rivende: l’incasso in questione, che va a costituire il profitto da intermediazione del sottoscrittore, risulta un costo per l’impresa emittente, in quanto avrebbe potuto garantire un margine di guadagno maggiore sull’emissione delle azioni.

Tuttavia, la quotazione in borsa porta all’impresa anche dei notevoli vantaggi: primo fra tutti, il sostegno della crescita aziendale tramite la raccolta di nuovi capitali di rischio, che consentono, inoltre, di ridurre l’indebitamento e, di conseguenza, il costo del debito.

Inoltre, un’impresa quotata può ricorrere al mercato dei capitali attraverso l’emissione di obbligazioni o di nuove azioni, con una raccolta di fondi che consentono di sostenere la crescita della società o nuovi progetti di investimento.

---

<sup>17</sup> JENKINSON T. – LJUNGQVIST A., *Going Public: The theory and evidence on how Companies raise Equity Finance*, Oxford University Press, 2001

<sup>18</sup> LJUNGQVIST A., *IPO Underpricing: A Survey*, Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, B. Espen Eckbo ed., 2004

Nel caso dei REIT, come visto nel capitolo precedente, la quotazione è un processo obbligatorio per la conformità alle disposizioni legislative che consentono di aderire ad un favorevole regime fiscale e a condizioni di operatività precluse ad altre strutture.

Una SEO, acronimo di *Seasoned Equity Offering*, è un'offerta pubblica di vendita di titoli azionari di nuova emissione. Con questo strumento, una società, già precedentemente quotata, può ricorrere al mercato per acquisire nuove risorse, sottoforma di capitale di rischio, per sostenere la crescita aziendale.

L'emissione delle nuove azioni, soprattutto nel mercato europeo, è spesso subordinata alla concessione di diritti di opzione agli azionisti che hanno già investito nella società, in proporzione al numero di azioni possedute, per permettere di mantenere stabile la loro quota di titolarità. Il diritto di opzione è utile per garantire agli azionisti una sorta di assicurazione contro il fenomeno della diluizione: l'emissione di azioni verso nuovi investitori porterà, infatti, ad una diminuzione della quota di partecipazione alla società (e, pertanto, alla distribuzione degli utili) dei vecchi azionisti. Lo stesso diritto di opzione può essere oggetto di transizioni sul mercato, qualora gli azionisti non ne siano interessati all'esercizio.

Questa prassi (definita *rights offer* o *rights issue*) è molto meno diffusa negli Stati Uniti, dove la maggior parte delle nuove emissioni avvengono attraverso una *cash offer*, vale a dire un'immissione di azioni sul mercato per nuovi investitori.

Esiste, in teoria, una terza modalità, chiamata *open offer*: consiste nell'emissione di titoli a favore degli azionisti preesistenti e, in via subordinata, a nuovi azionisti. Non si tratta, tuttavia, di una pratica molto diffusa, in quanto non permette la negoziazione del diritto di opzione: ciò porta a favorire la prima modalità a quest'ultima.

La procedura per l'emissione secondaria di capitale non è molto diversa da quella prevista per la prima quotazione: la società si serve di un sottoscrittore, il quale avrà praticamente lo stesso ruolo ricoperto durante l'IPO, e attende l'approvazione dell'informativa inviata all'Autorità di Vigilanza.

Tuttavia, dal momento che la negoziazione dei titoli dell'impresa sul mercato azionario avrà verosimilmente raggiunto un livello di stabilità, al netto di eventuali variazioni sistematiche, il rischio di prezzo è molto inferiore rispetto a quello registrato per le IPO; ciò significa anche un minore margine di profitto (*spread*) per la banca di investimenti che

funge da *underwriter*. Per lo stesso motivo, anche il grado di un *underpricing* risulterà molto ridotto rispetto ad una IPO.

La *Rule 415*, emanata dalla SEC nel 1982, ha portato alle società statunitensi degli ulteriori vantaggi per le emissioni secondarie di capitale, semplificando i tempi e le modalità della procedura. Questa disposizione prevede, infatti, la possibilità, per le imprese di grandi dimensioni, di compilare una singola dichiarazione di registrazione che copre i piani finanziari fino ai due anni successivi, permettendo all'impresa di ricorrere alle singole emissioni nel momento in cui ne abbia bisogno o ritenga che le condizioni di mercato siano favorevoli, oppure se contattata da banche di investimento che intendano piazzare ulteriori titoli. La procedura, che prende il nome di *shelf registration*, è valida anche per l'emissione di obbligazioni.

L'istituto in questione risulta molto vantaggioso per le imprese che possono utilizzarlo, non soltanto per le tempistiche di emissione, notevolmente ridotte soprattutto per gli aspetti burocratici, avendo già ottenuto preventivamente l'approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza, ma anche in termini di costo: il rischio di prezzo, risultante dal breve periodo di sottoscrizione, è considerevolmente inferiore, portando ad una conseguente diminuzione dello *spread* e del rischio di *underpricing*. La riduzione stimata si aggira intorno ai 250 punti base per il mercato americano, mentre gli studi sul mercato europeo ne attestano una vicinanza ai 400 punti base<sup>19</sup>.

La riduzione del margine di intermediazione per i sottoscrittori, come conseguenza di questa procedura molto più snella, rende meno profittevole il ruolo degli *underwriter*, rispetto a quanto avveniva con le IPO o con le stesse SEO condotte secondo la modalità standard; risulta, pertanto, poco conveniente la formazione di sindacati di collocamento per le offerte di capitale accelerate. Questo porta le società a rivolgersi generalmente ad un unico sottoscrittore di grandi dimensioni, in quanto solo tali soggetti dispongono di una tolleranza di capitale che permetta l'acquisto di grandi blocchi di azioni a titolo definitivo, e l'assunzione della maggior parte, se non di tutto il rischio di prezzo derivante da una successiva rivendita; dal punto di vista dell'impresa, l'operazione condotta da una grande banca di investimento funge anche da sponsor per la collocazione dei titoli.

Proprio per questo, l'aumento di offerte accelerate potrebbe essere una delle motivazioni alla base della crescente concentrazione nel settore dell'*investment banking*.

---

<sup>19</sup> BORTOLOTTI B. – SMART S. – MEGGINSON W. L., *The Rise of Accelerated Seasoned Equity Underwriting*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 20 Iss. 3, 2008

Inoltre, il fatto che le offerte accelerate possono essere effettuate solo dalle imprese di maggiori dimensioni, che, di conseguenza, risultano anche le più conosciute agli investitori, sta ridimensionando le operazioni di marketing legate alle SEO<sup>20</sup>, che, fino a qualche tempo fa, ne rappresentavano uno degli aspetti di maggiore importanza.

In Italia, non esiste ancora un istituto simile alla *shelf registration* statunitense, ma sono comunque previste delle modalità accelerate di aumenti di capitale.

L'operazione deve essere approvata dall'assemblea straordinaria, in quanto la modifica del capitale sociale costituisce una variazione dell'atto costitutivo: l'assemblea degli azionisti può, però, concedere al Consiglio di Amministrazione una delega, di durata massima quinquennale, per l'emissione di nuove azioni o obbligazioni.

In questo modo, si ha una riduzione significativa dei tempi di emissione, non dovendo più passare attraverso una delibera assembleare; tempi che, però, restano decisamente più lunghi rispetto alle procedure accelerate previste negli altri ordinamenti in quanto l'impresa deve in ogni caso attendere le autorizzazioni necessarie dalla CONSOB.

Uno dei principali punti di differenza tra il mercato azionario statunitense e quello europeo è legato ai costi da sostenere per le offerte secondarie di capitale, principalmente per quanto riguarda il *gross spread* da corrispondere agli intermediari. La motivazione sarebbe da ricercare in una maggiore competitività ed efficienza allocativa che il mercato europeo può vantare rispetto a quello statunitense<sup>21</sup>.

Utilizzando il metodo classico di emissione, stime affermano che i costi diretti legati a tale operazione negli Stati Uniti risultano più alti di quelli registrati sui mercati europei in maniera significativa, approssimativamente intorno al 50%: il margine di profitto che le imprese pagano alle banche di investimento americane corrisponde circa al 5% dell'emissione, mentre il costo corrispondente per le società europee è del 3,3%.

Anche per quanto riguarda le emissioni accelerate di capitale, il costo diretto negli Stati Uniti risulta più alto dell'85% rispetto a quello che grava sul mercato europeo: lo *spread* corrisposto agli intermediari statunitensi corrisponde circa al 4,3% dell'emissione, superiore di 200 punti base rispetto a quello richiesto in Europa.

---

<sup>20</sup> GAO X. – RITTER J., *The Marketing of Seasoned Equity Offerings*, Journal of Financial Economics, 2010

<sup>21</sup> KRAKSTAD S.O., *SEO Cost Difference between Europe and U.S.*, Working Paper, University of Stavanger, 2013

Il problema dei costi di emissione non è un problema che riguarda esclusivamente le imprese americane, ma anche le società europee che decidono di registrarsi alla SEC (*Securities and Exchange Commission*) per raccogliere capitale sosterranno dei costi diretti maggiori di 130-170 punti base rispetto a quelli appena elencati.

### 2.3 Effetti attesi sulla performance azionaria

Il momento di quotazione iniziale da parte di un'impresa crea un'attesa spasmodica ed un vivo interesse da parte degli investitori, motivo per cui gli effetti di un'IPO sono di rado inferiori alle aspettative. Anzi, il fenomeno dell'*underpricing* dimostra come l'eccitazione iniziale per un evento di tale portata si traduca, spesso, in una sopravvalutazione del valore delle azioni da parte del mercato, rispetto a quanto avevano stimato gli stessi sottoscrittori e l'impresa emittente.

Quando le aziende tornano sul mercato dei capitali per offerte secondarie di azioni, la reazione degli investitori non è sempre quella che le società emittenti sperano: l'annuncio di una SEO porta, generalmente, ad una revisione al ribasso del prezzo delle azioni. Per quanto riguarda le imprese industriali negli Stati Uniti, tale diminuzione, al momento dell'annuncio, corrisponde circa al 3% del valore del titolo.

L'iniziale scetticismo può essere giustificato con il timore degli investitori nei confronti del già citato fenomeno della diluizione, ma ancora più importante, per la formazione di una visione pessimista nei confronti delle SEO, è il motivo per cui un'impresa decide di aumentare il capitale sociale<sup>22</sup>.

La principale motivazione consiste nel sostegno della crescita aziendale: un'impresa farà ritorno al mercato dei capitali per la necessità di raccogliere fondi, sottoforma di capitale di rischio, con lo scopo di finanziare la realizzazione di nuovi investimenti. Convincere gli investitori a condividere l'ottimismo del management, per vendere le azioni ad un prezzo equo, non è semplice, in quanto pubblicizzare tali investimenti, con i relativi piani di business e le proiezioni di profitto, potrebbe non essere conveniente per l'impresa, sia perché ciò richiederebbe dei costi da sostenere non trascurabili, sia perché potrebbe essere un vantaggio per le imprese concorrenti.

Ma anche in caso di ricorso al mercato a fronte di un piano valido di investimenti, la decisione della società emittente potrebbe non essere propriamente virtuosa: la modalità più rapida per reperire fondi è, generalmente, rappresentata dalla contrazione di debito, nei confronti di intermediari finanziari o verso lo stesso mercato, attraverso l'emissione di obbligazioni. Il ricorso al mercato azionario può essere, pertanto, dettato da un elevato livello di leva finanziaria, che comporta un evidente aumento del costo del debito, data la minore fiducia che i creditori riporranno nella capacità dell'azienda di ripagarlo.

---

<sup>22</sup> CAPLINGER D., *Secondary Offering: What You Need to Know*, The Motley Fool, febbraio 2013

Le imprese, inoltre, non di rado ricorrono ad un aumento di capitale per reperire i fondi necessari a ripagare dei debiti in scadenza. In questo caso, l'emissione di nuove azioni è imposta dal rischio di liquidità e l'utilizzo di questo strumento funziona particolarmente bene per garantire un livello di liquidità maggiore nei periodi successivi, in quanto tende anche ad accrescere la quantità e la qualità delle informazioni sull'impresa, riducendo i costi di selezione avversa e di trading<sup>23</sup>. Uno studio condotto sul mercato americano dimostra come, senza i proventi da SEO, il 62,6% delle imprese non avrebbe fondi a sufficienza per l'attuazione delle decisioni operative né per quelle di finanziamento dell'anno successivo all'offerta secondaria di capitale<sup>24</sup>.

Le offerte secondarie dettate da un'urgente necessità di capitale si verificano, verosimilmente, in un contesto che vede l'impresa in difficoltà, con un conseguente ribasso sul valore delle azioni. La vendita di nuovi titoli quando il prezzo delle azioni è già depresso è una tempistica pessima: questo potrebbe essere un'ulteriore motivazione delle reazioni negative alle SEO.

Le performance delle imprese che decidono di operare un aumento di capitale, nel lungo periodo, risultano, generalmente, inferiori a quelle delle società che non sono ritornate sul mercato per l'emissione di nuove azioni. Uno studio condotto su un campione di imprese che hanno effettuato delle SEO nel periodo 1975-1989 dimostra come le performance siano sostanzialmente inferiori, nel termine dei cinque anni, rispetto ad imprese dello stesso settore e di dimensioni simili che non hanno effettuato SEO<sup>25</sup>.

Altri studi dimostrano come le sottoperformance rilevate dipendano dal termine temporale che si prende in considerazione: analizzando un periodo di dodici anni, invece che dei soliti cinque, si noterebbe una notevole inversione di rotta delle prestazioni azionarie, soprattutto intorno agli anni sei e sette<sup>26</sup>. L'iniziale sottoperformance sarebbe da ricercarsi in una serie di fattori, come il grado di incertezza ex-ante, collegato allo sviluppo di nuovi investimenti, o anche il grado di *underpricing*, che quanto più risulta elevato, tanto più concorre sulla determinazione di prestazioni sotto la media.

---

<sup>23</sup> BILINSKI P. – LIU W. – STRONG N., *Does liquidity risk explain low firm performance following seasoned equity offering?*, Journal of Banking & Finance, 2012

<sup>24</sup> DE ANGELO H. – DE ANGELO L. – STULZ R., *Fundamentals, Market Timing and Seasoned Equity Offering*, NBER Working Paper Series, n. 13285, National Bureau of Economic Research, luglio 2007

<sup>25</sup> SPIESS D.K. – AFFLECK-GRAVES J., *Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings*, Journal of Financial Economics, 1995

<sup>26</sup> ALLEN D.E. – SOUCIK V., *Long-Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings: Fact or Illusion?*, Working Paper, Edith Cowan University

La reazione dei mercati alle IPO e alle SEO dei REIT è documentata in diversi studi, che riguardano, in particolare, il mercato statunitense.

Analisi precedenti agli anni '90 rilevavano numerose differenze nel comportamento dei titoli azionari dei REIT in seguito alla quotazione iniziale: l'iniziale sovrapprezzo delle azioni era in netto contrasto con quanto avviene generalmente per le imprese industriali.

Lo studio svolto su 87 IPO di REIT, nel periodo 1971-1988, ha dimostrato come durante il primo giorno di negoziazione il ritorno medio si attestasse intorno al -2,82%. Nel lungo periodo, invece, il comportamento di tali titoli andava uniformandosi a quello delle imprese classiche, registrando performance inferiori alla media nei primi 100 giorni di negoziazione<sup>27</sup>.

La situazione sembra notevolmente cambiata dagli anni '90. I titoli emessi durante la quotazione iniziale hanno registrato, in media, un *underpricing* del 3,6%, molto più in linea con i risultati ottenuti dalle imprese industriali. Inoltre, nei primi 100 giorni di negoziazione, la performance è stata moderatamente superiore alla media del settore<sup>28</sup>.

La motivazione sarebbe da ricercare nelle significative differenze apportate alla normativa dei REIT sotto la presidenza Reagan (1986), già analizzate in precedenza. I nuovi REIT risultano degli strumenti differenti, rispetto ai predecessori, in organizzazione, *business plan*, politica aziendale e struttura proprietaria<sup>29</sup>, oltre che oggetto di un maggiore coinvolgimento istituzionale.

La differente struttura dei REIT, rispetto alle altre imprese industriali, complica le possibilità di previsione delle performance in seguito ad una SEO.

Dovendo distribuire sottoforma di dividendi una quota molto alta del reddito prodotto per la conservazione del vantaggioso status fiscale, la quota di capitale disponibile per nuovi investimenti resta eccessivamente esigua, così da obbligare i *manager* a ricorrere all'indebitamento, tendenzialmente, per la quasi totalità dei loro progetti.

D'altra parte, il particolare regime fiscale a cui sono sottoposte tali società rende maggiore il costo del debito: l'assenza di imposte sui dividendi distribuiti annulla i benefici dello scudo fiscale sul debito, che, per i REIT, a differenza di quanto succede nelle altre imprese,

---

<sup>27</sup> WANG K. – CHANG S.H. – GAU C., *Initial Public Offering of Equity: Anomalous Evidence Using REITs*, Journal of Financial Economics, 1992

<sup>28</sup> LING D. – RYNGAERT M., *Valuation Uncertainty, Institutional Involvement and the Underpricing of IPOs: The Case of REITs*, Journal of Financial Economics, 1997

<sup>29</sup> GHOSH C. – SIRMANS C.F. – NAG R., *Wealth Effects of REIT Seasoned Equity Offering*, Working Paper, University of Connecticut, 1997

risulta avere un costo relativo più alto di quello del capitale. Pertanto, è evidente come la struttura finanziaria di un REIT, in contrasto con quanto affermato dal celebre teorema di Modigliani e Miller, sia fortemente condizionata dalla distribuzione dei dividendi.

Questa peculiarità incide notevolmente sulla scelta del *management* di ricorrere a nuove emissioni di capitale non solo quando il valore delle azioni è sopravvalutato, ma anche, in alternativa all'indebitamento, per coprire dei costi o per finanziare nuovi investimenti.

In virtù di quanto appena detto, appare evidente come la previsione della performance azionaria dei REIT in seguito alle SEO risulti difficile da prevedere, poiché gli effetti possono variare notevolmente in base alla ragione dell'emissione.

Uno studio svolto sul mercato americano da Howton, Howton e Friday (2000)<sup>30</sup> ha analizzato le performance di lungo periodo dei REIT in seguito all'emissione secondaria di capitale.

Sono state prese in esame 177 SEO, effettuate da novantanove imprese quotate sui principali mercati regolamentati statunitensi (NYSE, con circa il 90% delle emissioni considerate, NASDAQ e AMEX) e riferite al periodo 1990-1996. Le emissioni sono state svolte esclusivamente secondo il metodo *cash offer* e tra due offerte della stessa impresa è stato considerato un periodo di tempo di almeno un anno.

Sono stati calcolati i rendimenti ad un anno e a tre anni dei titoli in esame (ogni anno corrisponde, nel modello, a 250 giorni di contrattazione) delle imprese che hanno effettuato emissioni secondarie di capitale.

Gli *holding period returns* sono definiti nel seguente modo:

$$HPR_{(i,a,b)} = \left[ \prod_a^b (1 + R_{it}) \right] - 1$$

in cui  $R_{it}$  è il rendimento dell'impresa  $i$  nel giorno  $t$ , mentre  $a$  e  $b$  definiscono il numero di giorni entro il quale tale rendimento viene calcolato. Quanto ottenuto è stato confrontato con gli *holding period returns* calcolati per un indice composto da titoli di REIT che per almeno tre anni non hanno effettuato SEO.

Viene considerato, inoltre, un valore che gli autori chiamano *adjusted returns*, uguale alla differenza tra il rendimento dell'impresa e il rendimento dell'indice REIT considerato: un valore positivo di tale termine indica che le imprese emittenti stanno ottenendo

---

<sup>30</sup> HOWTON S.D. – HOWTON S.H. – FRIDAY H.S., *Long Run Underperformance in REITs Following Seasoned Equity Offerings*, Journal of Real Estate Portfolio Management, 2000

performance superiori rispetto alle imprese non emittenti, e viceversa, un valore negativo indica una sottoperformance. Viene svolto, infine, un test di significatività per determinare se la percentuale delle imprese che registrano performance inferiori a quelle dell'indice REIT è significativamente diversa dal 50%.

I risultati sono riportati di seguito (Fig. 2.1).

**Fig. 2.1: Media dei rendimenti divisi per anno**

<i>Year</i>	<i>Firms</i>	<i>Firm returns</i>	<i>Index returns</i>	<i>Adjusted returns</i>	<i>Underperformance</i>
<i>Panel A: One-year return measures</i>					
1990	4	23.00 %	9.90 %	13.10 %	50.00 %
1991	8	19.40 %	22.01 %	-2.67 %	50.00 %
1992	13	33.70 %	40.50 %	-6.83 %	92.30 %**
1993	23	-0.03 %	6.21 %	-6.24 %	69.60 %**
1994	27	5.97 %	4.39 %	1.59 %	44.40 %
1995	42	23.03 %	28.84 %	-1.81 %	61.40 %*
1996	57	37.04 %	39.78 %	-2.74 %	63.20 %**
<i>Panel B: Three-year return measures</i>					
1990	4	126.20 %	106.30 %	19.90 %	50.00 %
1991	8	42.85 %	80.63 %	-37.78 %	100.00 %***
1992	13	37.97 %	59.49 %	-19.51 %	75.00 %*
1993	23	25.78 %	40.81 %	-15.03 %	69.60 %***
1994	27	58.59 %	83.26 %	-24.67 %	84.00 %***

FONTE: HOWTON S.D. – HOWTON S.H. – FRIDAY H.S., *Op. cit.*

NOTE: La tabella contiene la media dei rendimenti ad uno e a tre anni delle imprese analizzate e dell'indice, e la percentuale di sottoperformance registrata, esaminata utilizzando un test di significatività per limitare l'influenza di prestazioni anomale sui risultati.

\* Differente da 0.50 con un livello di significatività del 10%

\*\* Differente da 0.50 con un livello di significatività del 5%

\*\*\* Differente da 0.50 con un livello di significatività dell'1%

I risultati dello studio hanno mostrato come le performance dei REIT che hanno effettuato operazioni di aumento di capitale siano risultate in linea con quelle fatte registrare da imprese industriali: oltre il 61% dei casi analizzati ha fatto registrare, nel primo anno successivo ad una SEO, una performance inferiore a quella dell'indice composto da imprese non emittenti. Nei tre anni successivi ad una SEO, circa il 72% dei REIT hanno sottoperformato i risultati dell'indice.

Questa situazione può essere spiegata, secondo gli autori dello studio, da un'inefficiente reazione del mercato ai segnali trasmessi dal *management* attraverso una SEO o con un'errata misurazione del rischio. Riguardo alla seconda ipotesi, le imprese sono state divise in base al loro *book-to-market ratio*<sup>31</sup>: il risultato ottenuto è che, eccetto il più alto quintile, lo schema seguito è stato sostanzialmente lo stesso per tutte le imprese, che hanno registrato performance inferiori in seguito ad una SEO. Ciò dimostra come un'errata misurazione del rischio non basta a spiegare la situazione analizzata, poiché i *manager* procedono con emissioni di capitale soprattutto quanto un'impresa è sopravvalutata e la mancanza di una sottoperformance per le imprese che hanno un elevato *book-to-market* può essere spiegata dall'incapacità di tali imprese di sfruttare il mercato.

---

<sup>31</sup> Il *book-to-market ratio* è il rapporto tra il valore contabile di un'impresa ed il suo valore di mercato ed è utilizzato per capire se il mercato valuta in modo corretto un'impresa: un valore del rapporto superiore ad uno indica che l'impresa è sottovalutata, e viceversa, un valore del rapporto inferiore ad uno indica che l'impresa è sopravvalutata dal mercato.

## 2.4 Conclusioni

L'obbligo di quotazione per i REIT espone inevitabilmente tali società alle problematiche sopra elencate. Il comportamento documentato nei vari studi non risulta molto diverso da quello che interessa le imprese industriali, sia per quanto riguarda i costi e gli effetti legati ad un'IPO, sia per quanto avviene in seguito ad una SEO.

In particolare, risulta evidente come un'emissione secondaria di capitale sia seguita da una flessione in termini di prestazioni da parte dell'impresa emittente, tanto per i REIT quanto per le loro controparti industriali.

La motivazione principale emersa dagli studi per spiegare tale comportamento è legata all'incapacità del mercato di recepire e reagire in misura immediata e completa alle sollecitazioni offerte dai manager con un'emissione secondaria di capitale, ma la motivazione per cui avvenga questo non è ancora del tutto chiara<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> HOWTON S.D. – HOWTON S.H. – FRIDAY H.S., Op. cit.

## **Capitolo 3**

### **Effetto delle SEO sui REIT Europei**

#### **3.1 Introduzione**

Nonostante il mercato dei REIT europei sia ancora un settore in fase embrionale (ad eccezione di Belgio e Olanda, infatti, le prime normative che in Europa hanno istituito tali strumenti risalgono a meno di dieci anni fa) e le leggere difformità che caratterizzano le discipline nazionali, il numero delle imprese che, nel corso degli ultimi anni, ha deciso di uniformare la sua struttura a questa nuova forma di investimento è sufficientemente ampio.

Il capitolo si pone l'obiettivo di impostare una verifica empirica, al fine di verificare se le intuizioni di Howton, Howton e Friday, sul mercato americano, risultano applicabili anche al contesto europeo.

Nel primo paragrafo, è esaminata la rilevanza delle SEO nel mercato dei REIT europei: dopo una breve analisi dello stesso, per quanto ne riguarda dimensione e capitalizzazione, è riportata un'analisi sulla frequenza del ricorso alle SEO e sul capitale raccolto tramite tali emissioni di capitale, rispetto a quello raccolto attraverso la quotazione iniziale, per poi confrontare i risultati con quelli riscontrati sul mercato americano.

Il secondo paragrafo è, invece, incentrato sull'analisi empirica ed è suddiviso in tre sottoparagrafi: nel primo, viene esposto il campione di imprese sul quale lo studio è stato svolto; nel secondo, è riportata la metodologia utilizzata ed, infine, nell'ultimo sottoparagrafo, i risultati ottenuti.

### 3.2 La rilevanza delle SEO nel mercato dei REIT Europei

I REIT quotati sui principali mercati europei che, sinora, hanno recepito nelle loro normative la disciplina riguardante questi nuovi veicoli societari, sono in tutto 120.

Il mercato francese e quello del Regno Unito risultano i più all'avanguardia d'Europa, sia per il numero delle imprese ivi presenti, sia per la capitalizzazione complessiva di mercato; in Italia e Germania, invece, lo sviluppo di tali strumenti non ha ancora raggiunto un livello comparabile con quello delle principali economie<sup>33</sup>.

Tra le 120 imprese quotate sui mercati europei, sono settanta le società che hanno effettuato emissioni secondarie di capitale<sup>34</sup>. Nella seguente tabella (Fig. 3.1) è possibile osservare la suddivisione delle imprese riconosciute come REIT in base al loro Paese di domicilio, con l'indicazione di quante di esse hanno effettuato almeno una SEO.

**Fig. 3.1 REIT quotati e REIT con SEO in Europa per nazione**

Paese di domicilio	REIT quotati	REIT con SEO
ITALIA	3	3
GERMANIA	5	4
REGNO UNITO	38	30
FRANCIA	30	16
OLANDA	3	3
BELGIO	17	7
IRLANDA	3	3
SPAGNA	15	1
GRECIA	3	1
FINLANDIA	1	0
GUERNSEY / JERSEY	2	2
<b>TOTALE</b>	<b>121</b>	<b>70</b>

FONTE: dati Bloomberg

NOTE: Le imprese domiciliate in Guernsey e Jersey (territori nella Manica dipendenti dalla Corona Britannica) sono quotate sulla London Exchange Standard. Tutte le altre imprese sono quotate sulla borsa del loro Paese di domicilio (ad eccezione della belga *AD Capital SIIC*, quotata sulla Borsa di Parigi).

Non sono considerate le imprese quotate sul mercato bulgaro per l'incompleta disponibilità delle informazioni e per la difficile confrontabilità con mercati di più rilevanti dimensioni.

<sup>33</sup> Per maggiori approfondimenti, come la lista completa delle imprese europee e i dati relativi alla loro capitalizzazione, si consulti la tabella riportata in appendice (Fig. A.1).

<sup>34</sup> Sono considerate rilevanti solo le emissioni reali di capitale, pertanto emissioni secondarie effettuate in forma gratuita (aumenti nominali di capitale) non rientrano nei dati citati.

La capitalizzazione totale del settore, in Europa, sfiora i 160 miliardi di euro<sup>35</sup>: le imprese con una capitalizzazione maggiormente rilevante (superiore, cioè, ai 10 miliardi di euro) sono le francesi Unibail – Rodamco (capitalizzazione di 22.946,30 milioni di euro) e Klepierre (12.168,70 milioni di euro) e la britannica Land Securities Group (con una capitalizzazione di 12.843,65 milioni di euro<sup>36</sup>). Con riferimento alle tre imprese italiane, solo Beni Stabili Spa ha una capitalizzazione superiore ad 1 miliardo di euro (nello specifico, di 1.403,70 milioni).

La spagnola Merlin Properties SOCIMI SA ha raccolto, al momento della quotazione iniziale, 1,29 miliardi di euro, facendo registrare una delle maggiori IPO del 2014 e la più alta in assoluto tra i REIT europei.

Le settanta imprese che hanno attuato delle emissioni secondarie di capitale hanno raccolto, tramite queste, circa 20 miliardi di euro<sup>37</sup>: un dato che, se rapportato alla capitalizzazione totale del settore, indica come il 12,54% del capitale del settore sia stato ottenuto attraverso operazioni successive alla quotazione iniziale.

Molte delle imprese considerate, però, erano già attive e quotate sul mercato prima che entrassero in vigore, nei vari Paesi, le discipline speciali riservate ai REIT: si trattava, pertanto, di società o fondi immobiliari che, in seguito, hanno modificato la propria forma societaria, ottenendo lo status di REIT.

Una criticità emersa nel confronto dei dati è dovuta al fatto che l'adozione di una normativa sui REIT sia entrata in vigore, negli ordinamenti considerati, in periodi diversi: dal 2003 (Francia), al 2007 (Italia, Germania e Regno Unito), fino ad arrivare al 2009 (Finlandia e Spagna) e al 2013 (Irlanda).

Al fine di fornire un'idea più precisa sulla significatività delle SEO, un confronto omogeneo può essere ottenuto esaminando il comportamento delle imprese con IPO successiva al 2004: in tal modo, si considerano solo le imprese costituite già alla nascita come REIT, pertanto anche l'aspetto relativo alle differenti tempistiche di recepimento nei vari Paesi risulta meno influente, se non del tutto irrilevante.

Tra le imprese considerate in precedenza, quelle con IPO effettuata a partire dal 2004 sono quarantatré: il capitale complessivo raccolto dai REIT in questione tramite offerte

---

<sup>35</sup> A marzo 2016, la capitalizzazione dei REIT europei risulta di 157.985,83 milioni di euro (Bloomberg)

<sup>36</sup> In Sterline britanniche (GBP), la capitalizzazione della Land Securities Group PLC è di 9,95 miliardi; il cambio EUR/GBP considerato è di 0.7747 del 13/03/2016

<sup>37</sup> Il capitale raccolto tramite SEO dai REIT Europei considerati in Fig.1, nel periodo 2000 – marzo 2016, risulta di 19.815,42 milioni di euro (Bloomberg)

pubbliche iniziali è di circa 6,5 miliardi di euro<sup>38</sup>, a fronte di una capitalizzazione di mercato delle imprese di oltre 26 miliardi di euro<sup>39</sup>.

Queste società hanno effettuato, dal 2004 ad oggi, cinquanta emissioni secondarie di capitale, raccogliendo più di 4,8 miliardi di euro<sup>40</sup>.

Considerando il solo ricorso al mercato primario, si può notare come il 57,65% delle somme sia stato raccolto tramite IPO, mentre il restante 42,35% tramite SEO.

Essenzialmente in linea con i dati generali risulta, poi, il rapporto tra ammontare raccolto tramite SEO e capitalizzazione totale delle imprese, che, per i REIT nati a partire dal 2004, vale a dire 18,47%.

Un confronto con il mercato statunitense mostra come il ricorso alle SEO da parte dei REIT europei non sia ancora ai livelli delle analoghe imprese americane. A ben vedere, questo è un problema che non riguarda esclusivamente i REIT, visto che la raccolta di capitale di rischio, in generale, è molto meno diffusa nei mercati europei, ma la notevole disparità di risultati tra società di questo settore è particolarmente rilevante: questo tanto per la funzione che caratterizza i REIT, ovvero la possibilità di accesso all'investimento immobiliare da parte dei piccoli risparmiatori, quanto per la loro struttura finanziaria, dettata da vincoli legislativi che implicano una minore convenienza nella raccolta di capitale di debito.

Negli Stati Uniti, i REIT che hanno proceduto con un'IPO dal 2004 sono ottantotto: la loro complessiva capitalizzazione di mercato supera i 160 miliardi di dollari<sup>41</sup>. Le imprese in questione hanno effettuato, entro marzo 2016, 358 emissioni secondarie di capitale, ricorrendo, mediamente, poco più di quattro volte a testa al mercato azionario, in seguito alla loro quotazione iniziale, e raccogliendo complessivamente 82 miliardi di dollari<sup>42</sup>.

L'ammontare raccolto tramite SEO rappresenta il 51,12% della capitalizzazione delle imprese considerate; se rapportato, invece, al totale accumulato sul mercato primario, il

---

<sup>38</sup> Il capitale raccolto al momento dell'offerta pubblica di capitale dai REIT europei, con IPO a partire dal 2004, risulta di 6.554,96 milioni di euro (Bloomberg)

<sup>39</sup> A marzo 2016, la capitalizzazione complessiva dei REIT con IPO a partire dal 2004 risulta di 26.069,79 milioni di euro (Bloomberg)

<sup>40</sup> Il capitale raccolto tramite SEO dai REIT europei con IPO a partire dal 2004, risulta, a marzo 2016, di 4.814,73 milioni di euro (Bloomberg)

<sup>41</sup> A marzo 2016, la capitalizzazione dei REIT USA con IPO a partire dal 2004 risulta di 160.735,64 milioni di USD (Bloomberg)

<sup>42</sup> Il capitale raccolto tramite SEO dai REIT USA con IPO a partire dal 2004, risulta, a marzo 2016, di 82.164,82 milioni di USD (Bloomberg)

75,43% è derivante da emissioni secondarie di capitale, mentre il restante 24,57% deriva da offerte pubbliche iniziali.

I dati sono ancora più significativi se si tiene conto che il periodo considerato comprende gli anni della crisi finanziaria che si è sviluppata a partire da una bolla speculativa riguardante proprio il mercato immobiliare statunitense, per poi diffondersi anche ai mercati finanziari europei. Dai risultati emerge come i REIT siano uno strumento estremamente rilevante per l'economia americana, capaci di attirare gli investimenti di più di 70 milioni di persone negli Stati Uniti.

Nonostante l'esperienza trentennale sviluppatasi oltreoceano renda il mercato americano non propriamente confrontabile con gli altri, è interessante osservare come il progressivo ingresso di tali strumenti nelle normative nazionali potrebbe rilanciare, come peraltro sta già avvenendo in Europa, l'investimento in uno dei settori più colpiti dalla recessione registrata nel corso dell'ultimo decennio.

### 3.3 Analisi empirica

Lo studio di Howton, Howton e Friday (2000), già riportato nel capitolo precedente, ha proposto un'analisi delle performance azionarie di lungo periodo dei REIT statunitensi, in seguito ad emissioni secondarie di capitale. Partendo dalla loro ricerca, viene proposta un'analoga analisi sui REIT europei.

Nel primo sottoparagrafo, viene presentato il campione di imprese utilizzato per la ricerca, con la loro suddivisione in base al Paese di domicilio ed all'anno in cui le emissioni secondarie di capitale sono state effettuate.

Nella seconda parte, è indicata la metodologia utilizzata per l'analisi delle performance azionarie delle imprese considerate e per il confronto con un indice, appositamente costruito, di REIT quotati su mercati europei che non abbiano effettuato SEO, nel periodo considerato.

Nell'ultima sezione, sono riportati, infine, i risultati ottenuti dall'analisi empirica e le relative considerazioni a riguardo.

#### 3.3.1 Campione

L'analisi degli effetti di emissioni secondarie di capitale sulla performance azionaria dei REIT europei, riportata nel presente capitolo, è svolta su un campione rappresentato da cinquantuno imprese, le quali, dal 2007 al 2014, hanno effettuato ottantotto emissioni di capitale, considerate rilevanti per il modello proposto.

Oltre all'indicazione temporale, che permette l'analisi del rendimento di titoli sottoposti ad una normativa essenzialmente analoga a causa delle differenti tempistiche di adozione della normativa su tali società da parte dei singoli Paesi europei<sup>43</sup>, un requisito fondamentale è la distanza di almeno un anno tra due offerte della stessa impresa. Sono state considerate, infine, le emissioni avvenute esclusivamente attraverso *cash offer*.

Il campione è costituito da ventotto imprese che hanno effettuato una sola offerta di capitale nel periodo considerato, quattordici imprese con due offerte, quattro imprese con tre offerte ed infine cinque imprese con quattro offerte.

---

<sup>43</sup> A tal proposito, si è ritenuto opportuno escludere dallo studio le imprese elleniche. Nonostante possano essere classificate come REIT in base alla loro struttura, la Grecia non risulta tra i Paesi che hanno adottato nei loro ordinamenti la normativa speciale su tali società. Pertanto, onde evitare che una differenza nel rendimento fosse condizionata dalla difformità della disciplina ellenica rispetto a quella degli altri Paesi considerati, le imprese greche non figurano tra quelle utilizzate nel presente studio.

Nella seguente tabella (Fig. 3.2) è riportata la suddivisione delle imprese utilizzate nello studio in base al loro Paese di domicilio e delle offerte secondarie di capitale a seconda dell'anno di emissione<sup>44</sup>.

**Fig. 3.2 SEO dei REIT Europei per Paese di domicilio e per anno**

Paese domicilio	REIT	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ITALIA	2	1	0	0	1	0	0	0	0
GERMANIA	3	1	0	0	1	1	1	1	0
FRANCIA	12	4	2	5	2	1	1	0	1
REGNO UNITO	21	4	1	14	2	8	3	4	11
OLANDA	2	0	0	2	1	0	1	1	0
BELGIO	7	0	0	1	1	1	1	4	1
IRLANDA	2	0	0	0	0	0	0	0	2
GUERNSEY/JERSEY	2	0	0	0	1	0	0	1	1
<b>TOTALE</b>	<b>51</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>16</b>

FONTE: elaborazione dell'autore a partire da dati Bloomberg

NOTE:

### 3.3.2 Metodologia

La procedura utilizzata per il calcolo del rendimento di lungo periodo dei REIT Europei è simile a quella applicata da Howton, Howton e Friday (2000)<sup>45</sup> alle analoghe imprese statunitensi. Sono stati, pertanto, calcolati i rendimenti ad uno e a tre anni delle imprese successivamente ad emissioni secondarie di capitale. Il rendimento ad un anno è definito sulla base di 250 giorni di contrattazione, mentre quello a tre anni sulla base di 750 giorni di contrattazione.

Gli *holding period returns* sono calcolati, a partire dai dati giornalieri, nel seguente modo:

$$HPR_{(i,a,b)} = \left[ \prod_a^b (1 + R_{it}) \right] - 1$$

in cui  $R_{it}$  è il rendimento dell'impresa  $i$  nel giorno  $t$ , mentre  $a$  e  $b$  definiscono il numero di giorni entro il quale tale rendimento viene calcolato.

<sup>44</sup> Per ulteriori approfondimenti sulle SEO effettuate e sugli importi raccolti, si veda la tabella riportata in appendice (Fig. A2).

<sup>45</sup> HOWTON S.D. – HOWTON S.H. – FRIDAY H.S., *Op. cit.*

I risultati sono, poi, confrontati con quelli fatti registrare da un indice costituito dalle imprese del settore nate prima del 2007 e che per tutto il periodo oggetto dell'analisi (vale a dire fino al marzo 2016) non abbiano effettuato SEO<sup>46</sup>.

Infine, è stato utilizzato il test dei segni per determinare se la percentuale di imprese emittenti che hanno sottoperformato il rendimento dell'indice sia significativamente differente dal 50%, escludendo, così, l'influenza di valori *outliers*.

### 3.3.3 Risultati

Nella tabella riportata di seguito (Fig. 3.3) è possibile osservare i dati principali che riguardano il rendimento, ad uno e a tre anni, delle imprese emittenti confrontato con quello delle non emittenti.

**Fig. 3.3 Sintesi osservazione**

REIT emittenti		Indice REIT non emittenti	
Rendimento ad un anno			
Minimo	-62.57 %	Minimo	-70.86%
Massimo	62.86 %	Massimo	194.12%
Mediana	8.30%	Mediana	6.80%
Media	4.77%	Media	9.12%
Deviazione standard	21.24%	Deviazione standard	27.66%
Rendimento a tre anni			
Minimo	-88.49%	Minimo	-90.35%
Massimo	140.93%	Massimo	227.96%
Mediana	17.05%	Mediana	21.93%
Media	18.88%	Media	23.04%
Deviazione standard	41.12%	Deviazione standard	45.67%

FONTE: elaborazione dell'autore a partire da dati Bloomberg

Pur essendo dati generali e non sottoposti, almeno per il momento, a test univariati, da un primo confronto emerge come il rendimento medio per le imprese emittenti risulti più basso di quello fatto registrare dall'indice di imprese che non hanno proceduto con SEO, nel corso del periodo analizzato.

<sup>46</sup> La lista delle imprese che costituiscono l'indice utilizzato è consultabile nell'appendice (Fig. A3)

Entrando più nel dettaglio, la seguente tabella (Fig. 3.4) mostra il rendimento medio, ad uno e a tre anni, delle imprese che hanno eseguito degli aumenti secondari di capitale nel periodo 2007 – 2014 e dell'indice di imprese che, invece, non hanno effettuato SEO nell'analogo periodo. La voce "rendimento aggiustato" è ottenuta come la differenza tra il rendimento fatto registrare dalle imprese emittenti e quello dell'indice: un valore di tale voce minore di zero significa che le imprese emittenti hanno sottoperformato il rendimento dell'indice.

**Fig. 3.4 Rendimenti medi separati per anno**

Anno	N. imprese	Rendimento imprese	Rendimento Indice	Rendimento aggiustato	Percentuale di Underperformance
<b>Rendimento ad un anno</b>					
2007	9	-33.26%	-25.58%	-7.68%	66.67%***
2008	2	-30.73%	-46.76%	16.03%	33.33%
2009	19	17.56%	43.07%	-25.51%	84.21%*
2010	9	-10.47%	20.27%	-30.74%	88.89%*
2011	11	0.34%	-4.10%	4.44%	36.36%
2012	7	11.48%	24.66%	-13.18%	71.43%***
2013	11	12.79%	25.76%	-12.97%	72.73%**
2014	16	23.10%	22.11%	0.99%	50.00%
<b>Rendimento a tre anni</b>					
2007	6	-51.43%	-43.31%	-8.12%	66.67%***
2008	1	7.02%	-8.56%	15.57%	0.00%
2009	11	22.46%	65.27%	-42.81%	83.33%*
2010	6	15.20%	43.15%	-27.95%	83.33%*
2011	8	61.83%	51.50%	10.33%	62.50%***
2012	3	35.62%	92.07%	-56.45%	66.67%
2013	2	30.03%	70.27%	-40.24%	100.00%*

FONTE: elaborazione dell'autore, a partire da dati Bloomberg

NOTE: La tabella riporta la percentuale di sottoperformance registrata, esaminata utilizzando un test dei segni per limitare l'influenza di prestazioni anomale sui risultati.

\* Differente da 0.50 con un livello di significatività dell'1%

\*\* Differente da 0.50 con un livello di significatività del 5%

\*\*\* Differente da 0.50 con un livello di significatività del 10%

I risultati mostrano come il rendimento dei REIT che hanno effettuato un'emissione secondaria di capitale sia, nel lungo periodo, inferiore a quella fatta registrare dalle imprese che, nel lasso di tempo analizzato, non hanno, invece, operato aumenti reali del capitale.

Oltre il 68% dei casi analizzati ha fatto registrare, nel primo anno successivo ad una SEO, performance inferiori a quelli ottenuti dall'indice; nei tre anni successivi, la percentuale totale di sottoperformance sale a quasi il 74%. In entrambi i casi, il test dei segni ha dimostrato come la percentuale di sottoperformance sia superiore al 50%, con un livello di errore dello 0.1%.

I risultati registrati sul mercato europeo, esposti nel presente capitolo, vanno a confermare quelli ottenuti dal già citato studio svolto sul mercato americano.

### **3.4 Conclusioni**

L'analisi empirica svolta nel presente capitolo ha riportato dei risultati in linea con quelli riscontrati sul mercato americano: le imprese che hanno eseguito una SEO hanno fatto registrare, ad uno e a tre anni dall'operazione, delle performance inferiori ai REIT che, invece, non hanno effettuato aumenti di capitale, nel corso dello stesso periodo.

La principale causa del fatto che ad una emissione secondaria di capitale segua una flessione nella performance dell'impresa, o almeno il riscontro di risultati non in linea con quelli fatti registrare dalle altre società non emittenti dell'analogo settore, si può ricercare nell'incapacità del mercato di recepire in maniera completa alle sollecitazioni offerte dal management attraverso tali operazioni, con una reazione che non risulta immediata, né congrua nel medio-lungo periodo (tre anni, per lo studio).

Per quanto l'applicazione delle normative nei Paesi europei, e pertanto la nascita o la conversione delle imprese in questo strumento di investimento, come anche le emissioni di capitale considerate, sia avvenuta in un contesto di piena recessione economica (dal 2007 al 2013, per i Paesi considerati), i dati riportano come l'introduzione dei REIT abbia avuto un effetto benefico sui mercati immobiliari del vecchio continente e rappresentino uno dei principali fattori di rilancio per quello che è stato, senza dubbio, uno dei settori più colpiti dalla recente crisi economica.

## Conclusioni

I REIT rappresentano una delle principali opportunità per il rilancio del settore immobiliare, in seguito alla grave recessione economica degli ultimi anni.

L'adozione da parte dei Paesi europei di un'adeguata normativa in materia, sulla scia della trentennale esperienza sviluppatasi negli Stati Uniti, potrebbe rappresentare un passo importante verso un'auspicabile uniformazione progressiva degli ordinamenti dell'Unione Europea, almeno per quanto concerne il campo economico, il quale, già internazionalizzato ed interdipendente, necessita di regolamentazioni omogenee per analoghe fattispecie.

Questi strumenti costituiscono un punto di eccezionale rinnovamento, non soltanto per quel che riguarda le opportunità di investimento dei piccoli risparmiatori, i quali possono impiegare il proprio capitale nel settore immobiliare senza vincoli economici, né temporali (come, invece, accadeva con i fondi), ma anche per le stesse società, grazie ai notevoli vantaggi sia fiscali, sia di programmazione degli investimenti, di cui esse godono.

Uno degli aspetti più controversi dei REIT riguarda il valore di mercato delle società quotate, che risulta molto più collegato all'andamento dei titoli delle imprese che alla valutazione delle attività immobiliari sottostanti. La correlazione dell'andamento dei REIT con quello generale del mercato riduce, in un certo senso, il vantaggio dell'investimento nel settore immobiliare, che, da sempre, è risultato una valida alternativa a causa della sua indipendenza da fattori che condizionano, invece, il trend delle imprese tradizionali.

L'obbligo di quotazione, pertanto, espone inevitabilmente i REIT a problematiche simili a quelle che influenzano le performance delle loro controparti industriali: una fra tutte, i costi e gli effetti attesi di un'IPO o una SEO.

Soprattutto per quanto riguarda le SEO, i costi legati a tali operazioni per il mercato europeo risultano significativamente maggiori rispetto a quello americano: negli Stati Uniti, grazie alla *Rule 415*, le società di maggiori dimensioni godono di semplificazioni notevoli su modalità e tempi della procedura.

Inoltre, un'emissione secondaria di capitale comporta, tanto per le società tradizionali quanto per i REIT, una flessione, in termini di performance azionaria, rispetto alle prestazioni fatte registrare da imprese che non effettuano tali operazioni.

Per i REIT, data la loro struttura finanziaria che induce a tornare in maniera più frequente sul mercato dei capitali di rischio, tale criticità risulta particolarmente significativa, sia sul mercato americano, stando a quanto dimostrato dai diversi studi in materia, sia su quello

europeo, come risultato dall'analisi condotta in questa sede. Tali società, infatti, non ricorrono a nuove emissioni solo quando il prezzo delle azioni risulta sopravvalutato, ma anche come valida alternativa all'indebitamento, al fine di finanziare i propri progetti di investimento, a causa dei vantaggi fiscali sulla distribuzione dei dividendi.

La motivazione principale emersa dalla letteratura, come spiegazione delle peggiori performance registrate, riguarda l'incapacità del mercato di reagire adeguatamente alle sollecitazioni offerte dai manager con una SEO, ma le ragioni per cui questo avvenga non sono ancora chiare e potrebbero rappresentare un ulteriore ambito di approfondimento.

## Appendice alla tesi

**Fig. A.1 Lista dei REIT Europei**

<b>Stato</b>	<b>Cod / Borsa</b>		<b>Titolo</b>	<b>Capitalizzazione (in mln €)</b>
Italia	AE	IM	Aedes SIIQ Spa	141,67
Italia	BNS	IM	Beni Stabili Spa	1.403,70
Italia	IGD	IM	Immobiliare Grande Distribuzione Spa	646,37
Germania	AOX	DE	Alstria Office REIT AG	1.764,30
Germania	DKG	DE	Deutsche Konsum Grundbesitz AG	102,26
Germania	FVI	DE	Fair value REIT AG	96,11
Germania	HAB	DE	Kamborner REIT AG	571,85
Germania	KBU	DE	Colonia Real Estate AG	315,27
UK	AEWU	LN	AEW UK REIT Plc	142,95
UK	AGR	LN	Assura Plc	1.118,79
UK	BBOX	LN	Tritax Big Box REIT Plc	1.430,00
UK	BLND	LN	British Land Co. Plc	8.966,93
UK	BYG	LN	Big Yellow Group Plc	1.507,37
UK	CAL	LN	Cap & Regional	556,06
UK	CREI	LN	Custodian REIT	345,87
UK	DIGS	LN	CGP Student Living Plc	381,97
UK	DLN	LN	Derwet London	4.334,37
UK	DRIP	LN	Drum Income Plus REIT Plc	45,10
UK	EPIC	LN	Edystone Property Investments Co.	173,65
UK	ESP	LN	Empiric Student Property Plc	557,14
UK	FCRE	LN	F&C UK Real Estate Investment	229,26
UK	GPOR	LN	Great Portland Estates Plc	3.083,08
UK	GRIO	LN	Ground Rents Income Fund Plc	136,31
UK	HCFT	LN	Highcroft Investments Plc	63,74
UK	HMSO	LN	Hammerson Plc	5.534,16
UK	HSTN	LN	Hansteen Holdings Plc	1.014,12
UK	INTU	LN	Intu Properties Plc	5.108,46
UK	KCR	LN	K&C REIT Plc	3,61
UK	LAND	LN	Land Securities Group Plc	12.843,65
UK	LMP	LN	London Metric Property Plc	1.533,57
UK	LSR	LN	Local Shopping REIT Plc	32,79
UK	MCKS	LN	McKay Securities Plc	279,33
UK	MKLW	LN	Mucklow A&J Group Plc	385,31
UK	NRR	LN	New River Retail Ltd	987,50
UK	PHP	LN	Primary Health Properties Plc	611,88
UK	PSDL	LN	Phoenix Spree Deutschland Ltd	200,68
UK	RDI	LN	Redifine International Plc	1.029,17
UK	RGL	LN	Regional REIT Ltd	373,61
UK	SAFE	LN	Safestore Holdings Plc	958,28
UK	SERE	LN	Schroeder European Real Estate	162,96
UK	SGRO	LN	Segro Plc	3.865,06

UK	SHB	LN	Shafresbury Plc	3.066,28
UK	SIR	LN	Secure Income REIT Plc	611,85
UK	SLI	LN	Standard Life Investment Property	419,45
UK	TOWN	LN	Town Centre Securities Plc	214,72
UK	WKP	LN	Workspace Group Plc	1.520,26
Francia	ACAN	FP	Acanthe Developpement SA	72,09
Francia	ALTA	FP	Altarea SCA	2.159,90
Francia	ANF	FP	ANF Immobilière	391,59
Francia	ARG	FP	Argan SA	325,40
Francia	CBSM	FP	Soc. Centr. Bois-Scieries de la Manche	66,66
Francia	CFI	FP	CFI-CIE Foncière International	1,94
Francia	CGR	FP	CeGeREAL SA	444,77
Francia	EFI	FP	Eurasia Foncière Investissement	16,92
Francia	EIFF	FP	Société de la Tour Eiffel	490,51
Francia	ERSC	FP	Eurosic	1.214,20
Francia	FATL	FP	Foncière Atland	44,35
Francia	FDL	FP	Foncière Developpement Logement	514,48
Francia	FDR	FP	Foncière des Regions	5.152,90
Francia	FLY	FP	Société Foncière Lyonnaise SA	2.182,00
Francia	FMU	FP	Foncière des Murs SCA	1.926,70
Francia	FREY	FP	Frey	218,60
Francia	GFC	FP	Gecina SA	6.999,80
Francia	ICAD	FP	Icade	4.696,40
Francia	IMDA	FP	Immobilière Dassault SA	235,83
Francia	IML	FP	Affine SA	154,46
Francia	INEA	FP	Foncière INEA	180,67
Francia	LU	FP	Klepierre	12.168,70
Francia	MERY	FP	Mercialys SA	1.769,60
Francia	MRM	FP	MRM	68,56
Francia	PAR	FP	Paref	66,48
Francia	SELER	FP	Selectirente	93,52
Francia	TAYN	FP	Société de Taynhinh SA	13,98
Francia	TER	FP	Terreis	710,70
Francia	UL	FP	Unibail – Rodamco SE	22.946,30
Francia	ZIF	FP	Zueblin Immobilière France SA	9,99
Olanda	NSI	NA	NSI NV	556,06
Olanda	VASTN	NA	Vastned Retail NV	753,18
Olanda	WHA	NA	Wereldhave NV	1.887,90
Belgio	AED	BB	Aedifica	837,40
Belgio	ALDV	FP	AD Capital SIIC	19,03
Belgio	ASC	BB	Ascencio	366,31
Belgio	BEFB	BB	Befimmo SA	1.230,00
Belgio	COFB	BB	Cofinimmo SA	2.150,00
Belgio	CPINV	BB	Care Property Invest	213,64
Belgio	HOMI	BB	Home Invest Belgium	303,12
Belgio	INTO	BB	Intervest Offices & Warehouse	377,40

Belgio	LEAS	BB	Leasinvest Real Estate SCA	468,85
Belgio	MONT	BB	Montea SCA	363,72
Belgio	QRF	BB	QRF SCA	93,30
Belgio	RET	BB	Retail Estates NV	675,17
Belgio	VASTB	BB	Vastned Retail Belgium NV	279,32
Belgio	WDP	BB	Warehouse de Pauw CVA	1.430,00
Belgio	WEB	BB	Warehouse Estates Belgium NV	191,53
Belgio	WEHB	BB	Wereldhave Belgium NV	740,05
Belgio	XIOR	BB	Xior Student Housing NV	136,49
Irlanda	GRN	ID	Green REIT Plc	925,98
Irlanda	HBRN	ID	Hibernia REIT Plc	849,52
Irlanda	IRES	ID	Irish Residential Properties	469,12
Spagna	AXIA	SM	Axiare Patrimonio Socimi SA	894,52
Spagna	LRE	SM	Lar Espana Real Estate Socimi	505,30
Spagna	MLR	SM	Merlin Properties Socimi SA	3.126,90
Spagna	YARE	SM	Autonomy Spain Real Estate Socimi	85,01
Spagna	YENT	SM	Entrecampos Cuatro Socimi SA	103,87
Spagna	YFID	SM	Fidere Patrimonio	192,02
Spagna	YHAB	SM	Heref Habaneras Socimi SA	22,11
Spagna	YMEI	SM	Mercal Inmuebles Socimi SA	29,97
Spagna	YOSO	SM	Obsido Socimi SA	6,75
Spagna	YPMR	SM	Promociones Renta Y Mantenimiento	4,32
Spagna	YPR2	SM	Corpfin Capital Prime Retail II	22,56
Spagna	YPR3	SM	Corpfin Capital Prime Retail III	15,53
Spagna	YTRA	SM	Trajano Iberia Socimi SA	95,00
Spagna	YURO	SM	URO Socimi Property Holding SA	218,03
Spagna	YZBL	SM	Zambal Spain Socimi SA	568,02
Grecia	GRIV	GA	Grivalia Properties REIC AE	747,30
Grecia	PANGAEA	GA	NGB Pangaea REIC	1.022,00
Grecia	TRASTOR	GA	Trastor Real Estate Investment	53,79
Finlandia	OREIT	FH	Orava Residential REIT Plc	88,35
Guernsey	SREI	LN	Schroder REIT Ltd	392,04
Jersey	THRL	LN	Target Healthcare REIT Ltd	245,90
<b>TOTALE CAPITALIZZAZIONE</b>				<b>157.985,83</b>

FONTE: dati Bloomberg

NOTE: La capitalizzazione di mercato delle imprese è calcolata al marzo 2016. I dati delle imprese britanniche sono riportati in Euro: il cambio EUR/GBP considerato è di 0.7747 del 13/03/2016

**Fig. A.2 Seasoned Equity Offering per anno**

<b>Anno</b>	<b>Data</b>	<b>Stato</b>	<b>REIT</b>	<b>Importo</b>
2007	13/03	UK	Redifine International Plc	97,26
2007	26/03	UK	Hansteen Holdings Plc	90,78
2007	12/04	UK	Primary Health Properties Plc	41,50
2007	04/05	Germania	Colonia Real Estate AG	40,15
2007	10/05	Italia	Immobiliare Grande Distribuzione SpA	98,55
2007	22/06	Francia	Eurosic	289,44
2007	16/07	Francia	Foncière des Murs SA	125,20
2007	16/07	Francia	Zueblin Immobilière France SA	6,61
2007	03/09	UK	Hammerson Plc	82,71
2007	25/10	Francia	ANF Immobilier	335,13
2008	17/03	Francia	Foncière Developpement Logement	112,23
2008	03/07	Francia	Altarea SCA	119,63
2008	18/11	UK	Assura Plc	38,90
2009	29/01	Francia	Société Foncière Lyonnaise SA	86,00
2009	24/03	UK	British Land Co Plc	56,33
2009	25/03	UK	Hammerson Plc	20,20
2009	25/03	UK	Land Securities Group Plc	84,18
2009	31/03	Belgio	Cofinimmo SA	72,19
2009	18/05	UK	Big Yellow Group Plc	42,68
2009	19/05	Francia	Foncière des Regions	97,60
2009	02/06	Olanda	NSI NV	39,35
2009	22/06	UK	Great Portland Estates Plc	14,23
2009	02/07	UK	Shafresbury Plc	6,34
2009	10/07	UK	Hansteen Holdings Plc	86,89
2009	30/07	UK	London Metric Property Plc	98,73
2009	31/07	UK	Segro Plc	324,20
2009	28/08	Francia	Icade	91,00
2009	10/09	UK	Cap & Regional	30,48
2009	11/09	Olanda	Vastned Retail NV	75,55
2009	23/09	UK	Intu Properties Plc	363,76
2009	23/09	UK	Redefine International Plc	4,71
2009	07/10	UK	Primary Health Properties Plc	56,77
2009	20/11	Francia	Altarea SCA	98,82
2009	11/12	UK	Workspace Group Plc	25,02
2010	15/04	Italia	Beni Stabili SpA	51,50
2010	05/05	UK	New River Retail Ltd	13,66
2010	03/06	Olanda	NSI NV	55,09
2010	29/06	Belgio	Montea SCA	4,71
2010	11/08	Guernsey	Schroder REIT Ltd	15,92
2010	08/10	Francia	Gecina SA	86,00
2010	20/10	Germania	Colonia Real Estate AG	10,81
2010	21/10	Francia	Paref	4,85
2010	25/11	UK	Intu Properties Plc	286,82
2011	20/01	UK	Safestore Holdings Plc	58,97

2011	09/02	Francia	Terreis	33,54
2011	17/02	UK	Assura Plc	15,56
2011	24/02	Germania	Hamborner REIT AG	89,42
2011	03/03	UK	Shafresbury Plc	132,47
2011	15/04	UK	Primary Health Properties Plc	20,90
2011	09/05	UK	Hansteen Holding Plc	64,57
2011	07/07	UK	Hammerson Plc	514,12
2011	27/07	UK	Workspace Group Plc	2,33
2011	02/12	Belgio	Warehouse De Pauw CVA	16,30
2011	08/12	UK	London Metric Property Plc	95,94
2012	22/02	Germania	Alstria Office REIT AG	60,95
2012	11/04	UK	Great Portland Estates Plc	182,37
2012	12/04	Olanda	NSI NV	25,07
2012	23/05	UK	Primary Health Properties Plc	24,64
2012	09/10	UK	Redefine International Plc	30,09
2012	21/11	Francia	ANF Immobilier	21,96
2012	23/11	Belgio	Interinvest Offices & Warehouse	16,27
2013	28/01	UK	Big Yellow Group Plc	47,98
2013	06/03	UK	Intu Properties Plc	362,46
2013	15/03	UK	British Land Co Plc	639,60
2013	18/04	Belgio	Befimmo SA	31,23
2013	25/04	Belgio	Cofinimmo SA	41,99
2013	17/06	Jersey	Target Healthcare REIT Ltd	6,00
2013	20/06	Belgio	Leasinvest Real Estate SCA	5,15
2013	02/08	UK	F&C UK Real Estate Investment	3,89
2013	07/11	Germania	Alstria Office REIT AG	52,85
2013	25/11	Olanda	NSI NV	300,00
2013	05/12	Belgio	Warehouse De Pauw CVA	20,33
2014	04/02	UK	Safestore Holding Plc	42,20
2014	19/02	UK	McKay Securities Plc	62,12
2014	26/02	Belgio	Ascencio	10,40
2014	28/02	UK	Redefine International	70,88
2014	04/03	UK	Mucklow A&J Group Plc	18,43
2014	11/03	UK	Shafresbury Plc	203,02
2014	02/04	UK	Hansteen Holding Plc	61,05
2014	02/05	Irlanda	Green REIT Plc	99,95
2014	23/05	Francia	Gecina SA	64,89
2014	28/05	UK	CGP Student Living Plc	32,42
2014	20/06	UK	Cap & Regional	42,82
2014	30/09	UK	Hammerson Plc	439,97
2014	09/10	Irlanda	Hibernia REIT Plc	75,00
2014	14/11	UK	Workspace Group Plc	125,19
2014	21/11	UK	Big Yellow Group Plc	101,90
2014	24/11	Guernsey	Schroeder REIT Plc	60,95

FONTE: dati Bloomberg

NOTE: gli importi sono espressi in milioni di Euro; quelli relativi alle imprese britanniche e a quelle di Guernsey e Jersey sono espressi in Euro, al cambio EUR/GBP di 0.7747 del 13/03/2016

**Fig. A3 Lista dei REIT Europei non emittenti utilizzati per la costruzione dell'indice**

<b>Stato</b>	<b>Cod / Borsa</b>		<b>Titolo</b>
Italia	AE	IM	Aedes SIIQ Spa
UK	HCFT	LN	Highcroft Investment Plc
UK	TOWN	LN	Town Centre Securities Plc
Francia	ACAN	FP	Acanthe Developpement SA
Francia	ARG	FP	Argan SA
Francia	CBSM	FP	Société Centrale de Bois et Scieries de la Manche
Francia	CFI	FP	CFI – CIE Foncière International
Francia	CGR	FP	CeGeREAL SA
Francia	EFI	FP	Eurasia Foncière Investissement
Francia	EIFF	FP	Société de la Tour Eiffel
Francia	FATL	FP	Foncière Atland
Francia	IMDA	FP	Immobilière Dassault SA
Francia	IML	FP	Affine SA
Francia	INEA	FP	Foncière INEA
Francia	MERY	FP	Mercialys SA
Francia	MRM	FP	MRM
Francia	SELER	FP	Selectirente
Francia	TAYN	FP	Société de Tayninh SA
Belgio	AED	BB	Aedifica
Belgio	ALDV	FP	AD Capital SIIC
Belgio	CPINV	BB	Care Property Invest
Belgio	HOMI	BB	Home Invest Belgium
Belgio	RET	BB	Retail Estate NV
Belgio	WEB	BB	Warehouse Estate Belgium SCA
Belgio	WEHB	BB	Wereldhave Belgium NV

## Bibliografia

- ABRAHAM R. – HARRINGTON C., *Seasoned Equity Offerings: Characteristics of firms*, International Journal of Business, Humanities and Technology, novembre 2011
- ALLEN D.E. – SOUCIK V., *Long-Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings: Fact or Illusion?*, Working Paper, Edith Cowan University
- ALLEN F. – BREALY R. – MYERS S. – SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, 2014
- BIANCO K.M., *The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown*, CCH (Commerce Clearing House), 2008
- BILINSKI P. – LIU W. – STRONG N., *Does liquidity risk explain low firm performance following seasoned equity offering?*, Journal of Banking & Finance, 2012
- BORTOLOTTI B. – SMART S. – MEGGINSON W. L., *The Rise of Accelerated Seasoned Equity Underwriting*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 20 Iss. 3, 2008
- CAPLINGER D., *Secondary Offering: What You Need to Know*, The Motley Fool, febbraio 2013
- CAPOZZA D. – SEGUIN P., *Leverage and Value in Apartments REITs*, The National Multi Housing Council, agosto 1999
- CHING K. – FIRTH M. – RUI O., *Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings*, Hong Kong Polytechnic University, Working Paper, settembre 2008
- CORNELLI F. – GOLDREICH D., *Bookbuilding and Strategic Allocation*, IFA Working Paper No. 286-1999, marzo 1999
- DE ANGELO H. – DE ANGELO L. – STULZ R., *Fundamentals, Market Timing and Seasoned Equity Offering*, NBER Working Paper Series, n. 13285, National Bureau of Economic Research, luglio 2007

DEL COLLE A., *Fondi Immobiliari in Europa e USA: struttura e prospettive*. Servizio Studi e Ricerche, Banca Intesa, settembre 2006

GAO X. – RITTER J., *The Marketing of Seasoned Equity Offerings*, Journal of Financial Economics, 2010

GHOSH C. – SIRMANS C.F. – NAG R., *Wealth Effects of REIT Seasoned Equity Offering*, Working Paper, University of Connecticut, 1997

GRETA G. – SCHIAVO A., *Il nuovo regime delle SIIQ: complementarietà o alternative con i fondi immobiliari*, Diritto Bancario Approfondimenti, ottobre 2014

HOWTON S.D. – HOWTON S.H. – FRIDAY H.S., *Long Run Underperformance in REITs Following Seasoned Equity Offerings*, Journal of Real Estate Portfolio Management, 2000

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report*, aprile 2008

JENKINSON T. – LJUNGQVIST A., *Going Public: The theory and evidence on how Companies raise Equity Finance*, Oxford University Press, 2001

KEASEY K. – SHORT H., *The Winner's Curse model of Underpricing: A critical assessment*, Accounting and Business Research, Vol. 23 Iss. 89, 1992

KENT BAKER H. – FILBECK G., *Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmark and Strategies*, John Wiley & Sons, 2013

KRAKSTAD S.O., *SEO Cost Difference between Europe and U.S.*, Working Paper, University of Stavanger, 2013

LING D. – RYNGAERT M., *Valuation Uncertainty, Institutional Involvement and the Underpricing of IPOs: The Case of REITs*, Journal of Financial Economics, 1997

LJUNGQVIST A., *IPO Underpricing: A Survey*, Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, B. Espen Eckbo ed., 2004

MONZA A. – VERCESI G. – FRATUS A., *SIIQ: Novità normative a seguito del Decreto Sblocca Italia*, Norton Rose Fulbright, novembre 2014

PORTERI A., *La crisi, le banche e i mercati finanziari*, Università degli Studi di Brescia, Working Paper n. 102, 2010

SEILER O., *The German REIT Act: The key aspects*, Allen&Overy, dicembre 2008

SPIESS D.K. – AFFLECK-GRAVES J., *Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings*, Journal of Financial Economics, 1995

WANG K. – CHANG S.H. – GAU C., *Initial Public Offering of Equity: Anomalous Evidence Using REITs*, Journal of Financial Economics, 1992

## Siti web consultati

[www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.epra.com](http://www.epra.com)

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

[www.fool.com](http://www.fool.com)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.propertyfinance.it](http://www.propertyfinance.it)

[www.property-guide.reita.org](http://www.property-guide.reita.org)

[www.reit.com](http://www.reit.com)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)