



Dipartimento di Impresa e Management

Corso di laurea in Economia e Management

Tesi in Finanza Aziendale

“La politica di distribuzione dei dividendi dei fondi immobiliari italiani”

Il Relatore

Prof. Gianluca Mattarocci

Il laureando

Federica Cimini

A.A. 2015/2016

*Ai miei genitori ed ai miei nonni,
per avermi donato fiducia ogni giorno.
I miei traguardi sono anche i vostri.*

*A M.S.,
per esserci stato sempre.*

Indice

<i>1. Introduzione</i>	<i>6</i>
<i>2. I fondi immobiliari italiani</i>	<i>8</i>
<i>2.1 Introduzione</i>	<i>8</i>
<i>2.2 Definizione e tipologie di fondi immobiliari</i>	<i>9</i>
<i>2.2.1 Modalità di costituzione: i fondi ordinari a raccolta e ad apporto</i>	<i>11</i>
<i>2.2.2 Tipologia dei sottoscrittori: i fondi riservati, retail e speculativi</i>	<i>14</i>
<i>2.2.3 Le politiche di remunerazione dei partecipanti: i fondi ad accumulazione e a distribuzione dei proventi</i>	<i>20</i>
<i>2.3 La normativa di riferimento</i>	<i>21</i>
<i>2.3.1 Le fonti normative della disciplina generale</i>	<i>22</i>
<i>2.3.2 Il regime fiscale dei fondi immobiliari italiani.....</i>	<i>24</i>
<i>2.4 Conclusioni.....</i>	<i>30</i>
<i>3. Il mercato dei fondi e la remunerazione dei quotisti</i>	<i>31</i>
<i>3.1 Introduzione</i>	<i>31</i>
<i>3.2 Il mercato dei fondi immobiliari italiani.....</i>	<i>31</i>
<i>3.2.1 L'evoluzione del mercato dei fondi immobiliari italiani </i>	<i>32</i>
<i>3.2.2 I fondi immobiliari all'interno del risparmio gestito in Italia</i>	<i>38</i>

<i>3.3 Le SGR operanti nel settore immobiliare.....</i>	<i>41</i>
<i>3.4 Statistiche sulla remunerazione corrisposta ai quotisti dai fondi italiani.....</i>	<i>44</i>
<i>3.4.1 Statistiche sulla modalità di distribuzione dei proventi adottate dai fondi immobiliari.....</i>	<i>45</i>
<i>3.4.2 Statistiche sui proventi e rimborsi distribuiti ai quotisti</i>	<i>52</i>
<i>3.5 Conclusioni.....</i>	<i>54</i>
<i>4. Un modello di analisi della politica di distribuzione dei dividendi.....</i>	<i>56</i>
<i>4.1 Introduzione</i>	<i>56</i>
<i>4.2 Il campione</i>	<i>57</i>
<i>4.3 La metodologia.....</i>	<i>59</i>
<i>4.4 I risultati</i>	<i>64</i>
<i>4.5 Conclusioni.....</i>	<i>65</i>
<i>5. Conclusioni.....</i>	<i>67</i>

1. Introduzione

I fondi immobiliari hanno rappresentato in Italia la prima soluzione per investire nel mercato immobiliare in modo indiretto. Acquistando quote di partecipazione ad un fondo si investe in uno strumento che possiede in portafoglio immobili di diversa tipologia e localizzazione geografica. Si beneficia così di un rischio inferiore legato alla diversificazione, che non si avrebbe investendo direttamente in immobili. Presente in Italia dal 1998, questa tipologia di fondi, data la propria capacità di conservare valore attraverso il passare del tempo, rappresenta una interessante alternativa agli investimenti di tipo tradizionale, soprattutto in quelle fasi di mercato in cui la progressiva riduzione dei tassi di interesse rende attraente investire in immobili (Casertano, 2011). La legislazione prevede norme *ad hoc* proprio per la particolarità delle caratteristiche di questo strumento finanziario. Il settore dei fondi immobiliari italiani, come è accaduto negli altri Paesi europei, ha consolidato la ripresa del mercato immobiliare complessivo. Nel corso del 2015 il Net Asset Value (NAV) dei fondi italiani è aumentato del 5% rispetto all'anno precedente, avvicinandosi ai 46 miliardi di euro. Le stime previste per l'anno in corso fanno prospettare un ulteriore incremento del 5%, leggermente inferiore alla crescita media europea attesa pari al 9,7%. Si comprende da tali dati, l'importanza di questo segmento del mercato. Negli anni della crisi dei mutui *subprime* (2008-2009) si è assistito ad una diminuzione della raccolta lorda dei fondi. La ripresa del mercato e in particolare del segmento dei fondi immobiliari, manifestatasi già a partire dalla seconda metà del 2012, può essere spiegata in buona

parte come l'effetto indiretto degli interventi di carattere straordinario messi in campo dalla BCE per contrastare le difficoltà dell'Eurosistema originate dalla crisi del debito sovrano. Questo elaborato si propone di riassumere lo stato attuale, le caratteristiche, le prospettive e le determinanti delle scelte del *management* circa la remunerazione dei partecipanti. Nel primo capitolo si dà una definizione di fondo immobiliare, delle tipologie e dei caratteri peculiari di questo investimento finanziario (*paragrafo 2.2*). Si espone la normativa cui sono soggetti e il trattamento fiscale che la legislazione italiana riserva in materia di imposizione diretta e indiretta al fondo e ai suoi partecipanti (*paragrafo 2.3*). Il secondo capitolo descrive qualitativamente e quantitativamente lo scenario attuale del settore dei fondi immobiliari. Per prima cosa si individua il loro relativo mercato poi i cambiamenti, gli sviluppi che lo hanno interessato e la collocazione all'interno dell'industria del risparmio gestito italiano (*paragrafo 3.2*). L'indagine si sposta sugli attori che costituiscono e gestiscono i fondi, ovvero le Società di gestione del risparmio, di cui si descrive il ruolo e la presenza sul mercato (*paragrafo 3.3*). In ultima analisi si forniscono alcune statistiche sulle politiche di remunerazione adottate negli ultimi anni dai fondi nei confronti dei partecipanti (*paragrafo 3.4*). Nel terzo capitolo, ripartendo proprio dai dati esposti in precedenza, si costruisce un modello per analizzare quali siano le determinanti della politica di distribuzione degli utili. Si indaga su come i dividendi e i proventi siano influenzati dagli indici di *performance* dei fondi immobiliari; si studia un campione di fondi di cui si illustra la composizione (*paragrafo 4.2*), la metodologia di costruzione degli indicatori di riferimento (*paragrafo 4.3*) ed i risultati emersi (*paragrafo 4.4*).

2. I fondi immobiliari italiani

2.1 Introduzione

I fondi immobiliari sono strumenti finanziari presenti da pochi anni nel panorama normativo italiano. Disciplinati per la prima volta nel 1994, con il lancio del primo fondo nel 1998. Si tratta di un particolare tipo di fondo comune di investimento il cui patrimonio è impiegato in prevalenza nel settore immobiliare, quindi Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR). Un fondo comune di investimento è un patrimonio indiviso di pertinenza di una pluralità di investitori che, con la sottoscrizione di quote del fondo, delegano l'attività di investimento e gestione a una Società di Gestione del Risparmio (Hoesli e Morri, 2010). Ciò consente agli investitori di effettuare un investimento immobiliare senza dover disporre di ingenti risorse finanziarie, godendo di una gestione professionale da parte delle SGR e di minori rischi derivanti dalla diversificazione del portafoglio del fondo in cui convergono *assets* immobiliari di differente natura e specie. Investire in un fondo immobiliare conferisce anche il vantaggio di acquisire attività finanziarie più liquide e più negoziabili sul mercato rispetto all'investimento immobiliare tipico, normalmente di lunga durata e di difficile commercializzazione. Il presente capitolo si propone di trattare e analizzare in via generale le caratteristiche fondamentali dei fondi immobiliari e le principali tipologie esistenti (paragrafo 2.2), nonché le fonti normative e il regime fiscale cui sono sottoposti (paragrafo 2.3).

2.2 Definizione e tipologie di fondi immobiliari

Per essere definito “immobiliare” un fondo comune deve investire il proprio patrimonio in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (cfr. art 12-bis D.M. n.228/1999). Tale soglia può essere ridotta al 51% qualora il patrimonio del fondo sia investito in misura non inferiore al 20% del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare (art. 12-bis D.M. n.228/1999). Gli investimenti del fondo possono essere costituiti anche da strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR, OICR, crediti e diritti rappresentativi di crediti, altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con periodicità almeno semestrale e depositi bancari (art.1, sez. IV, cap. III, Titolo V, provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005), purché il fondo rispetti i requisiti sopra descritti. Il fondo non può invece investire attraverso la diretta costruzione di beni immobili ma può farlo in immobili la cui progettazione e costruzione sia affidata con appalto a terzi (Titolo V, sez. V, par.2, Regolamento sulla Gestione collettiva del risparmio). Da quanto detto si comprende come il patrimonio del fondo sia caratterizzato da una bassa liquidità e da un orizzonte temporale di medio - lungo periodo. Il vantaggio di partecipare ad un fondo immobiliare è quello di accedere a investimenti di tipo immobiliare anche con capitali minimi. Questa tipologia di fondo comune tipicamente è istituita in forma chiusa, cioè prevede che il patrimonio non possa essere

modificato con successive sottoscrizioni o rimborsi anticipati delle quote. Oggi i fondi immobiliari possono assumere anche la forma aperta grazie all'entrata in vigore del D.L. n.351 del 2001 e il n.47 del 2003, quindi possono emettere quote anche in seguito alla loro costituzione e rimborsare anticipatamente le quote emesse, divenendo così strumenti più liquidabili sul mercato. La durata del fondo deve essere coerente con la natura degli investimenti e comunque mai superiore al termine di durata della SGR che li ha promossi o istituiti; per quanto riguarda i fondi chiusi questi non possono avere una durata superiore a 30 anni, escluso un periodo di proroga eventualmente concesso dalla banca d'Italia in caso di liquidazione degli investimenti (art. 6 D.M. n. 228/1999).

Per quanto riguarda la leva finanziaria, i fondi possono indebitarsi fino al 60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20% degli altri beni (comma 7, art. 12-bis, Decreto 24 maggio 1999, n. 228).

I fondi immobiliari sono classificabili in base a:

- Modalità di costituzione:
 - a) Ordinari a raccolta;
 - b) Ad apporto.
- Tipologia dei sottoscrittori:
 - a) Pubblico indistinto (fondi *retail*);
 - b) Riservati a investitori professionali (fondi riservati);
 - c) Fondi speculativi.
- Politiche di remunerazione dei partecipanti adottate:
 - a) Ad accumulazione;
 - b) A distribuzione dei proventi.

2.2.1 Modalità di costituzione: i fondi ordinari a raccolta e ad apporto

I fondi *a raccolta* sono così denominati perché le SGR che li gestiscono raccolgono preventivamente il denaro dai sottoscrittori e solo in un secondo momento effettuano investimenti.

Ai potenziali investitori di questo tipo di fondo di solito viene presentato un piano di investimenti predefinito e addirittura la SGR può aver già stipulato dei contratti preliminari di acquisto degli immobili che entreranno nel patrimonio del fondo, una volta raccolte le risorse finanziarie (Giannotti, 2006).

Non essendoci un patrimonio già costituito e una gestione precedente di esso da parte della SGR, non esistono dati storici sui rendimenti dell'investimento, che viene effettuato maggiormente sulla base della fiducia nella SGR di riferimento piuttosto che su elementi concreti.

I fondi immobiliari *ad apporto* si caratterizzano per un processo di costituzione inverso a quello dei fondi a raccolta. Esso avviene in due fasi:

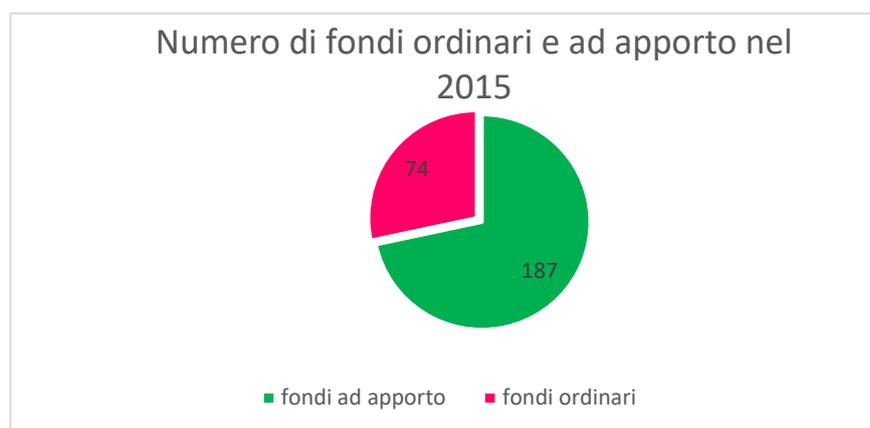
- a) *fase immobiliare*: il soggetto interessato conferisce le attività al fondo e in cambio riceve le quote corrispondenti;
- b) *fase finanziaria*: l'apportante può collocare le quote a lui assegnate sul mercato e attraverso la loro alienazione ricevere liquidità (*placement*).

L'apporto richiede una valutazione di esperti indipendenti per garantire l'effettività del valore degli *assets* conferiti al fondo (cfr. D.M. n. 228/1999, Art. 17, c. 10). I fondi ad apporto possono essere

pubblici, privati o misti a seconda dei soggetti che effettuano i conferimenti. Inizialmente la legge prevedeva l'esistenza dei soli fondi *ad apporto pubblico* introdotti dalla legge 25 Gennaio 1994 n.86. Questi fondi erano riservati ai solo soggetti pubblici per favorirne la dismissione degli ingenti patrimoni immobiliari e per questo era stata fortemente incentivata da leggi che ne riducevano i costi fiscali. Oggi di questa legge rimane vigente solo l'art. 14-bis che stabilisce che in tale categoria rientrano quei fondi i cui apporti siano costituiti *“per oltre il 51% da beni e diritti apportati esclusivamente dallo Stato da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali e loro consorzi, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti”*. È inoltre consentito sottoscrivere le quote del fondo entro un anno dalla sua costituzione. Il terzo comma dell'art.14-bis obbligava gli apportanti di beni ad integrare il loro conferimento attraverso un apporto in denaro almeno pari al 5% del valore del fondo. Con l'introduzione e l'attuazione del d.lgs. 58/1998 (TUF) tale obbligo è venuto meno implicitamente in quanto reputato con esso incompatibile (Cfr. lettera Banca d'Italia 9 Luglio 2001, n23124). Per quanto riguarda la SGR di questi fondi, essa non deve essere controllata, neanche indirettamente, da alcuno dei soggetti che procedono all'apporto. Inoltre, essa deve procedere all'offerta al pubblico delle quote derivate dall'istituzione del fondo entro i diciotto mesi dalla data dell'ultimo apporto in natura. Decorso tale termine, se non sono state collocate quote per una percentuale del 60% del loro numero, la SGR delibera la liquidazione del fondo, che viene effettuata da un commissario nominato dal Ministero dell'economia che provvederà a retrocedere i beni apportati ai

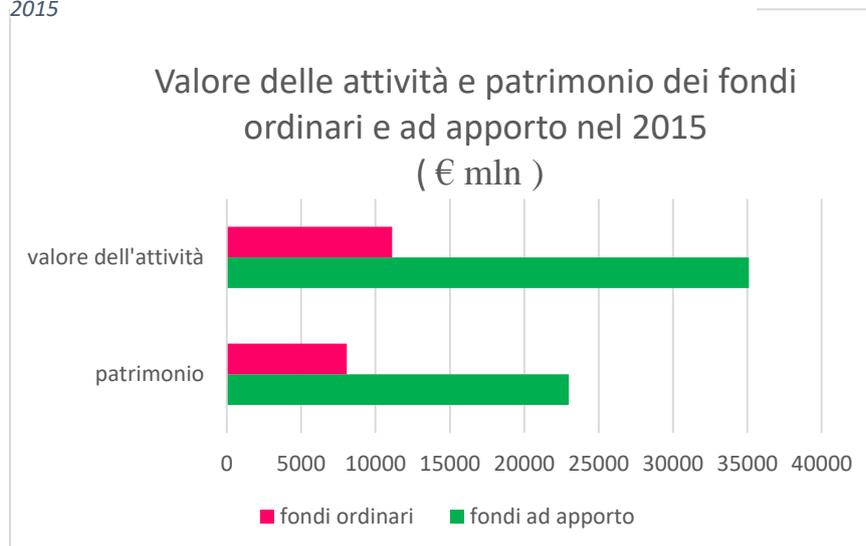
soggetti conferenti. Se con l'offerta si raggiunge il collocamento del 60% delle quote, entro sei mesi dalla consegna delle stesse agli acquirenti, la SGR deve richiedere alla Consob l'ammissione dei relativi certificati alla negoziazione in un mercato regolamentato, fatta eccezione per il caso in cui le quote siano destinate soltanto a investitori istituzionali (Giannotti, 2006). I fondi *ad apporto privato* sono stati introdotti in Italia con l'emanazione del D.L. 351/2001. Questa legge permette di conferire beni in un fondo immobiliare ad apporto anche ai soggetti privati, prerogativa riservata prima ai soli enti pubblici. Dai dati raccolti nel *Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani* del primo semestre 2015 da Assogestioni emerge un mercato dei fondi immobiliari composto da 74 fondi ordinari e 178 fondi ad apporto (*Grafico 1*), cui corrispondono rispettivamente 11.108 e 35.107 milioni di euro di valore delle attività e 8.060 e 22.986 milioni di euro di patrimonio complessivo (*Grafico 2*).

Grafico 1: Numero di fondi ordinari e ad apporto 2015



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di Assogestioni

Grafico 2: Valore delle attività e patrimonio dei fondi ordinari e ad apporto 2015



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di Assogestioni

2.2.2 Tipologia dei sottoscrittori: i fondi riservati, retail e speculativi

I fondi *riservati* sono fondi di investimento cui possono partecipare solamente investitori qualificati che rientrano nelle seguenti categorie (cfr. art.1, lettera h, decreto del Ministro del Tesoro del maggio 1999) (Figura 1.):

1. Le imprese di investimento;
2. Le banche;
3. Gli agenti di cambio;
4. Le società di gestione del risparmio (SGR)
5. Le società di investimento a capitale variabile (SICAV);
6. I fondi pensione;
7. Le imprese di assicurazione

8. Le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107, 113 del TUB.
9. I soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel loro paese di origine, le medesime attività di SGR, SIM, ecc.
10. Le fondazioni bancarie;
11. Le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

Figura 1. Le categorie di investitori qualificati/



Fonte: Borsa Italiana

Le SGR specificano nel regolamento del fondo le categorie di investitori qualificati cui è riservato il fondo e tassativamente i soggetti cui le quote del fondo possono essere collocate, rimborsate o rivendute da chi le possiede. Si tratta di solito di operatori con disponibilità patrimoniali sufficientemente ampie da giustificare una maggiore flessibilità regolamentare.

Ai fondi *riservati* è consentito, infatti, inserire nel regolamento limiti alle attività di investimento diversi da quelli stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento fissate dalla Banca d'Italia (art 15 decreto del Ministro del Tesoro 1999). Ciò ha permesso a questi fondi di compiere operazioni più rischiose ma allo stesso tempo più redditizie, mentre i fondi *retail* per legge devono diversificare i loro investimenti al fine di contenere il rischio e tutelare gli investitori. Come tutti i fondi comuni di investimento i fondi *riservati* possono assumere la forma chiusa, ovvero il cui patrimonio è predefinito e non sono possibili successive sottoscrizioni e rimborsi anticipati, oppure la forma aperta, consentendo la sottoscrizione di quote o rimborsi anticipati anche prima della scadenza. Per i fondi *riservati* non è previsto l'obbligo di quotazione. Dal rapporto semestrale di *Assogestioni* sui fondi immobiliari sono risultati istituiti 250 fondi immobiliari *riservati*.

I fondi *retail* sono fondi destinati al pubblico indistinto degli investitori. Per tutelare gli interessi degli investitori, che possono anche essere piccoli risparmiatori, la Banca d'Italia, come già anticipato, ha fissato dei limiti prudenziali di concentrazione dei rischi che devono essere rispettati da tali fondi. I fondi *retail* non possono investire:

1. Oltre 1/3 delle proprie attività in un unico bene immobile, con caratteristiche urbanistiche funzionali unitarie;
2. Oltre il 10% del totale delle attività del fondo in società immobiliari che prevedono nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione;
3. Il fondo pubblico non può essere investito in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente e in parti di uno stesso OICR per un valore superiore al 20% del totale delle attività (Art.3, sez. IV, cap. III, titolo V, provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005).

I limiti di concentrazione dei rischi vanno verificati tenendo conto delle sottoscrizioni iniziali e dei rimborsi parziali effettuati dal fondo a favore di tutti i partecipanti in misura proporzionale al valore delle quote dai medesimi detenute. A differenza di quanto visto per i fondi riservati i fondi *retail* hanno l'obbligo di quotazione per i fondi chiusi con ammontare minimo della sottoscrizione inferiore a 25 mila euro. Tipicamente nei fondi *retail* la sottoscrizione e il richiamo degli impegni avvengono nella stessa data per ovviare alla difficoltà di gestione di operazioni che coinvolgono un numero di soggetti maggiori rispetto ai riservati.

Un'ulteriore distinzione che caratterizza i fondi *retail* è che per essi si applicano i limiti per il "conflitto d'interesse". Infatti tra le peculiarità dei fondi immobiliari vi è la possibilità di effettuare operazioni in potenziale conflitto di interesse, elemento di differenziazione rispetto ai fondi mobiliari: proprio per tale ragione queste operazioni possono essere eseguite solo subordinatamente ad alcune cautele che possono essere riassunte nei seguenti punti (Cfr.

D.M. 31 gennaio 2003, n. 47 modifica le disposizioni del D.M. 24 maggio 1999, n. 228):

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

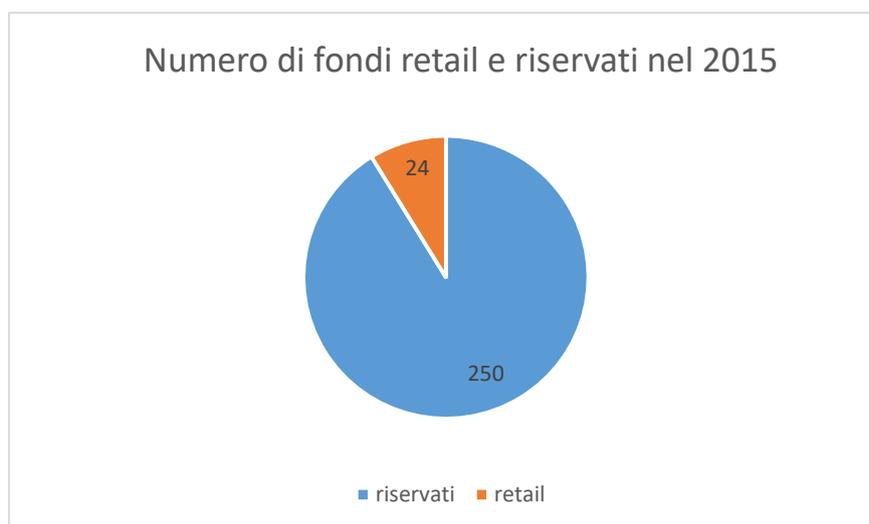
Tali limiti, come detto, non sono applicati nel caso di fondi *riservati* e *speculativi*.

Un'ultima tipologia è quella dei fondi *speculativi*, introdotti dal D.M. 228/1999. Essi possono derogare alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla banca d'Italia. Il numero dei partecipanti non può essere superiore a duecento e l'importo minimo della quota iniziale non può essere inferiore a cinquecentomila euro. Le quote non possono essere frazionate in nessun caso e non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento. La differenza con i fondi riservati i fondi speculativi possono derogare anche i limiti di indebitamento cioè possono indebitarsi per oltre il 60% del valore dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e delle parti di fondo immobiliari anche estere e per oltre il 20% del valore degli altri beni. Inoltre tali fondi possono investire in beni diversi da quelli previsti per i fondi immobiliari rispettando il vincolo della prevalenza dell'investimento immobiliare. Tali fondi

rappresentano un investimento finanziario adatto agli investitori in cerca di alti rendimenti, disposti a sopportare un'elevata rischiosità.

I fondi *retail* attivi, secondo il *Rapporto semestrale sui fondi immobiliari italiani* del secondo semestre 2015 redatto da Assogestioni, sono 24 e rappresentano soltanto l'8,8% dei fondi immobiliari sul mercato. Al contrario, i fondi *riservati* sono 250 a conferma del trend di crescita che questo tipo di fondi ha avuto negli ultimi anni (*Grafico 3*).

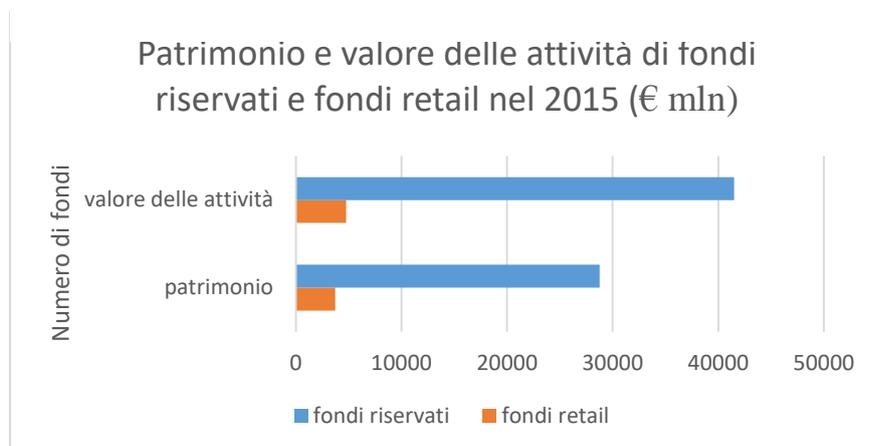
Grafico 3: Numero di fondi retail e riservati 2015



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di Assogestioni

Il valore delle attività dei fondi retail è di 4.773 milioni di euro (10,3 % del totale) contro i 41.511 milioni di euro dei fondi riservati. Per quanto riguarda il patrimonio complessivo, 3.736 milioni di euro (11,5 % del totale) sono detenuti dai fondi retail, mentre 28.758 milioni di euro dai fondi riservati (*Grafico 4*).

Grafico 3 Patrimonio e valore delle attività di fondi riservati e retail 2015



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di Assogestioni

I fondi *speculativi* immobiliari rappresentano con 53 prodotti, il 20% dell'offerta complessiva, l'11% dell'attivo complessivo (5,1 miliardi di euro) e il 5% del patrimonio totale.

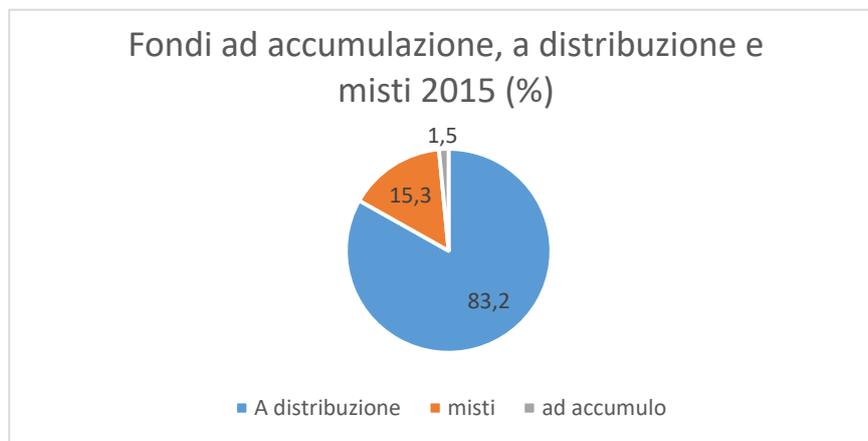
2.2.3 Le politiche di remunerazione dei partecipanti: i fondi ad accumulazione e a distribuzione dei proventi

Un'ulteriore suddivisione dei fondi immobiliari può essere fatta in funzione delle modalità di distribuzione dei dividendi ai sottoscrittori adottate:

- Sono detti fondi *a distribuzione* dei proventi, quei fondi che procedono periodicamente alla cessione dei flussi di reddito derivanti dalla gestione dei beni in portafoglio, oltre alla distribuzione di eventuali plusvalenze derivanti dalla vendita di *assets* sul mercato (nel 2015 costituiscono l'83,2 % dei fondi);

- I fondi *ad accumulazione* dei proventi reinvestono nel fondo gli utili di gestione, al fine di realizzare plusvalenze sul prezzo di vendita degli immobili, al momento della loro cessione sul mercato, rispetto al prezzo di acquisto iniziale. Tali plusvalenze vengono poi distribuite ai partecipanti soltanto a seguito dell'effettivo conseguimento (Cacciamani, 2012) (nel 2015 costituiscono l'1,5 % dei fondi);
- I fondi "*misti*" sono, invece, fondi che attuano una combinazione delle due politiche di remunerazione dei quotisti precedenti (nel 2015 costituiscono il 15,3 % dei fondi) (Grafico 5).

Grafico 4: Quote di mercato dei fondi ad accumulazione, a distribuzione dei proventi e misti 2015



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di Assogestioni

2.3 La normativa di riferimento

La normativa cui sono soggetti i fondi immobiliari si compone di due macro-aree: la disciplina generale e la disciplina fiscale. Nei paragrafi che seguono è fornita una sintetica esposizione delle due.

2.3.1 Le fonti normative della disciplina generale

I fondi immobiliari appaiono per la prima volta nell'ordinamento italiano con la legge 86/1994, di cui oggi rimane vigente solo l'art 14-bis, precedente descritto, che disciplina i fondi ad apporto pubblico.

Una disciplina organica dei fondi immobiliari è rappresentata dagli art. 34-42 del Testo Unico della Finanza, nel capo II (Fondi comuni di investimento), Titolo III (Gestione collettiva del risparmio) della parte II (disciplina degli intermediari). Con l'introduzione del TUF attraverso la legge 58/1998, sono state raccolte in un unico testo le discipline che separatamente regolavano i fondi comuni aperti (L. 77, 23 marzo 1983), chiusi (L.344, 14 agosto 1993) e immobiliari (L.503, 29 novembre 1995). Tra le numerose disposizioni regolamentari in attuazione dei suddetti articoli, la principale è rappresentata dal D.M. 24 maggio 1999 n. 228 in cui vengono definiti i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento, più volte modificato, in particolare con il D.M. 5 ottobre 2010 n. 197 è stata introdotta la nuova formulazione della definizione di fondi immobiliari all'art. 1 (*"i fondi che investono esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa o rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di fondi immobiliari anche esteri"*), e infine abrogato e sostituito dal D.M. 5 marzo 2015 concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati gli OICR.

Il panorama legislativo è stato riformato poi dal D.L. 25 settembre 2001 n.351 concernente “*Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*”, che ha esteso la possibilità di costituire fondi mediante l’apporto di beni in natura ai soggetti privati, consentendo la nascita dei c.d. fondi *ad apporto privato*. Tale decreto, insieme al D.M. 47/2003, ha anche introdotto la possibilità di emissioni successive di quote e di rimborsi anticipati, cosa prima impossibile per i fondi immobiliari. Occorre menzionare anche delle fonti secondarie che contribuiscono ad integrare e chiarire la normativa:

- “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio” istituito attraverso provvedimento della Banca d’Italia del 14 aprile 2005, in tema di criteri e divieti relativi a prospetti contabili, attività di investimento, valutazione del patrimonio e redazione del regolamento del fondo;
- Delibere della Consob, in particolare la n. 16190 del 29 ottobre 2007 in materia di intermediari, la n.11971 del 14 maggio 1999 circa la disciplina degli emittenti e la n.16191 del 29 ottobre 2007 in materia di mercati, e le loro successive modifiche;
- “Regolamento congiunto Consob-Banca d’Italia” emanato con provvedimento del 29 ottobre 2007 e infine modificato con provvedimento del 19 gennaio 2015 di Banca d’Italia e Consob. Il regolamento si occupa di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio.

2.3.2 Il regime fiscale dei fondi immobiliari italiani

Per favorire l'investimento nei fondi comuni il legislatore ha previsto un regime fiscale agevolato per tutti gli strumenti di risparmio gestito (Hoesli e Morri, 2010). La disciplina, che ha subito diverse modifiche, è raccolta negli articoli 6,7,8 e 9 del D.L. n.351 del 2001 convertito in L. n.410 del 23 novembre 2001. Ai fini esplicativi è possibile suddividere la tematica fiscale in base a redditi del fondo, ai partecipanti e all' imposta sul valore aggiunto, seguendo le rubriche degli articoli 6,7e 8 del D.L.351/2001.

2.3.2.1 Il regime tributario del fondo ai fini delle imposte sui redditi

I fondi comuni di investimento immobiliare non sono soggetti alle imposte sui redditi e all'IRAP (cfr. art.6 del D.L. 25 settembre 2001, n.351). Non si applicano inoltre le ritenute previste per gli interessi dei depositi e conti correnti bancari e postali sulle operazioni di riporto, pronti contro termine e prestito di ritorno, sui dividendi e sugli altri redditi di capitale.

L'imposta sostitutiva pari all'1% prelevata annualmente dalla società di gestione, originariamente stabilita dal comma 2 dell'art 6 del D.L. 351/2001 non è più prevista a partire dal 1 gennaio 2004, grazie al decreto 269/2003. Tale decreto ha inoltre introdotto la tassazione dei redditi provenienti dal fondo in capo ai singoli partecipanti. E' necessario sottolineare l'importanza del decreto n.269/2003 dal momento che le modifiche legislative che introduce

hanno prodotto un capovolgimento del sistema traslando la tassazione dal fondo agli investitori (Speranza, 2008)

La disciplina fiscale sopra descritta non fa riferimento a quella categoria di fondi detti *ad apporto pubblico*. Alle operazioni di sottoscrizione di quote di fondi immobiliari mediante conferimento di beni si rendono applicabili le disposizioni tributarie vigenti per i conferimenti in società, considerata la comunanza dei profili strutturali tra conferimento e apporto e l'assenza di elementi che giustificano un differente regime fiscale.

2.3.2.2 Il regime tributario dei partecipanti

I partecipanti ad un fondo immobiliari possono essere di due tipologie: *istituzionali* o *non istituzionali*.

Per investitori *istituzionali*, ai sensi dell'art. 32 comma 3 del D.L. n.78/10 si intendono le seguenti categorie di soggetti:

- Stato o enti pubblici;
- OICR;
- Forme di previdenza complementare nonché gli enti di previdenza obbligatoria;
- Le imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- Gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- I soggetti e i patrimoni indicati nelle precedenti lettere - costituiti all'estero in Stati inclusi nella cosiddetta *white list*;
- Gli enti privati residenti in Italia che perseguono finalità mutualistiche;

- I veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle precedenti lettere.

Il regime di tassazione ai redditi di capitale derivanti dalla partecipazioni in fondi immobiliari è, per questi investitori, quello ordinario che prevede una ritenuta del 20 %, distribuiti in costanza di partecipazione al fondo oppure realizzati attraverso il riscatto o liquidazione delle quote, ai sensi dell'art. 7 del D.L. n.351/2001. La ritenuta è applicata a titolo d'acconto dalla SGR se i proventi sono percepiti da soggetti che esercitano un'impresa commerciale, mentre è applicata a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti compresi quelli esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società. La ritenuta non è invece applicata sui proventi percepiti dalle forme di previdenza complementare indicate dal d.lgs. n.252/2005 e dagli OICR istituiti in Italia e disciplinati dal d.lgs. n. 58/1998 (TUF). I proventi o le perdite realizzati attraverso la negoziazione delle quote e le perdite realizzate nelle operazioni di riscatto o liquidazione costituiscono "reddito diverso". In particolare questi redditi sono soggetti ad un imposta sostitutiva del 20 per cento ai sensi degli articoli 5,6 e 7 del d.lgs. n. 461 del 1997, secondo il regime dichiarativo, amministrato o gestito. Se tale redditi sono conseguiti nell'esercizio di impresa si applicano le ordinarie disposizioni del TUIR (circolare n.2/E Riorganizzazione della disciplina dei fondi immobiliari chiusi).

Agli investitori *non istituzionali*, cioè quelli diversi da quelli elencati al comma 3 dell'art.32, si applica un regime fiscale differente a seconda che essi detengano una partecipazione superiore o inferiore

al 5% del fondo immobiliare. Per gli investitori *non istituzionali* residenti in Italia che detengano una partecipazione superiore al 5%, il comma 3-bis dell'art 32 del D.L. n.78 del 2010 prevede la c.d. *tassazione per trasparenza*: i redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione (a partire da quello relativo al 31 dicembre 2011), anche se non percepiti, vengano imputati per trasparenza ai suddetti partecipanti in proporzione alle loro partecipazioni e concorrono a formare i loro redditi. I redditi imputati per trasparenza, in quanto derivanti dalla partecipazione a OICR, rientrano nella categoria dei redditi di capitale. Per i non residenti che superano sempre la soglia del 5 per cento è prevista l'applicazione della ritenuta a titolo di imposta del 20 per cento al momento della corresponsione delle loro quote. Gli investitori *non istituzionali* detentori di quote in misura inferiore al 5 per cento del patrimonio del fondo sono invece soggetti allo stesso regime previsto per gli investitori *istituzionali*, sopra trattato. La percentuale di partecipazione viene calcolata al termine del minore tra il periodo di imposta e quello di gestione del fondo, in proporzione alle quote detenute dai singoli investitori sia direttamente che indirettamente per tramite di società controllate e società fiduciarie, oltre che di quelle imputate ai familiari.

Il comma 3 dell'art. 7 del D.L. n.351/2001 prevede l'esistenza di un regime di non imponibilità relativamente ai proventi percepiti da determinati soggetti non residenti, in particolare:

- a) Fondi pensione e OICR esteri, purché istituiti in Stati e territori inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale

emanato ai sensi dell'art. 168-bis del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR);

- b) Enti ed organismi internazionali costituiti sulla base di accordi internazionali esecutivi in Italia;
- c) Banche centrali ed altri organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

Il regime di esenzione è applicabile esclusivamente ai soggetti sopra elencati e non spetta per le partecipazioni detenute in forma indiretta dai predetti soggetti. Il trattamento fiscale dei proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari percepiti dai soggetti *istituzionali, non istituzionali*, residenti e non residenti è schematizzato nella *Tabella 1* che segue.

Tabella 1: La tassazione dei proventi percepiti dai partecipanti al fondo immobiliare

	Partecipazione ≤ 5%	Partecipazione >5%
Investitore istituzionale di cui al comma 3 dell'articolo 32 - residente	Ritenuta 20% (art. 7 del D.L. n. 351/2001)	Ritenuta 20% (art. 7 del D.L. n. 351/2001)
Altri soggetti residenti	Ritenuta 20% (art. 7 del D.L. n. 351/2001)	Tassazione per trasparenza
Soggetti non residenti di cui al comma 3 dell'articolo 7 del D.L. n. 351/2001	Esenzione (art. 7 del D.L. n. 351/2001)	Esenzione (art. 7, comma 3, del D.L. n. 351/2001)
Investitore istituzionale di cui al comma 3 dell'articolo 32 – non residente (diverso dai soggetti esenti)	Ritenuta 20% (art. 7 del D.L. n. 351/2001) o aliquota convenzionale	Ritenuta 20% (art. 7, comma 1, del D.L. n. 351/2001) o aliquota convenzionale
Altri soggetti non residenti	Ritenuta 20% (art. 7 del D.L. n. 351/2001) o aliquota convenzionale	Ritenuta 20% (art. 32, comma 4, D.L. n. 78/2010) o aliquota convenzionale

Fonte: Agenzia delle entrate, Circolare n. 2/E del 15 febbraio 2012

L'art.32 del D.L. n.78/2010 ha disposto l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 5% del valor medio delle quote risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo di imposta 2010, per gli investitori non istituzionale, sia residenti che non residenti, che alla data del 31 dicembre 2010

detenevano una quota di partecipazione al fondo immobiliare superiore al 5%.

2.3.2.3 Il regime tributario dei fondi immobiliari ai fini dell'imposta sul valore aggiunto

L'imposta sul valore aggiunto (IVA) non grava sui fondi immobiliari ma sulla SGR che lo gestisce. In particolare, l'art.8 del D.L. n.351/2001 stabilisce che *“la società di gestione è soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto per le cessioni di beni e le prestazioni di servizi relative alle operazioni dei fondi immobiliari da essa istituiti”*. L'IVA è determinata e liquidata separatamente dall'imposta dovuta per l'attività della società ed il suo versamento è effettuato cumulativamente dalla SGR, a seguito della compensazione dei saldi a credito e a debito emergenti dalle singole liquidazioni dei fondi e della SGR medesima (Cacciamani, 2012). Gli immobili acquistati dalla SGR e imputati ai singoli fondi danno diritto alla detrazione dell'imposta ai sensi dell'art. 19 D.P.R. 26 ottobre 1972, n.633. Gli immobili costituenti patrimonio del fondo e le spese di manutenzione sono considerati beni ammortizzabili ed ai rimborsi di imposta si provvede entro e non oltre sei mesi. In alternativa la richiesta di rimborso è previsto che la SGR possa recuperare i crediti in questione attraverso la compensazione degli stessi con le altre imposte e contributi dalla stessa dovuti, ovvero mediante cessione dei crediti a soggetti terzi o appartenenti al medesimo gruppo della SGR stessa.

2.4 Conclusioni

Questo capitolo ha trattato quelli che sono i caratteri peculiari dei fondi immobiliari italiani, in particolare si è cercato di dare al lettore una chiara definizione di questi strumenti finanziari in modo da farne comprendere il funzionamento, le tipologie e lo scopo per cui essi vengono istituiti. Si è poi fatto riferimento alla normativa vigente spiegandone le principali fonti. Si è posta attenzione anche sugli aspetti fiscali che riguardano il fondo e i soggetti in esso coinvolti. Tutto ciò perché il quadro normativo in cui si collocano i fondi immobiliari è fondamentale per valutare i vantaggi e gli svantaggi di un investimento di questo tipo, le evoluzioni che lo hanno caratterizzato, il mercato attuale e prevederne gli sviluppi futuri. Dalla storia della legislazione nel campo immobiliare si evince anche quanto si sia cercato nel tempo di incentivare questo tipo di attività finanziaria che oggi è divenuta di largo utilizzo, anche da parte degli investitori più piccoli.

3. Il mercato dei fondi e la remunerazione dei quotisti

3.1 Introduzione

Dopo aver chiarito cosa siano i fondi immobiliari, quali siano le loro caratteristiche fondamentali, il contesto e la normativa in cui operano, questo capitolo fornisce un'esposizione delle statistiche disponibili per comprenderne la valenza all'interno del mercato italiano. In particolare si analizzerà l'andamento di questo segmento del mercato nel tempo e la situazione attuale. Le variabili oggetto d'esame sono il numero, il patrimonio complessivo, il valore e la composizione delle attività e l'*asset allocation* per modalità d'uso e per area geografica delle diverse categorie di fondo (*Paragrafo 3.2*). All'analisi dei fondi si aggiunge uno studio sui soggetti che li gestiscono, ovvero le SGR anche qui in termini quantitativi e qualitativi (*Paragrafo 3.3*). Dato il particolare regime fiscale cui sono sottoposti i proventi distribuiti dai fondi immobiliari, si propone uno studio sulle modalità di remunerazione dei quotisti adottate. Inizialmente fornendo una panoramica delle politiche di remunerazione emerse negli ultimi anni e poi delle statistiche sull'ammontare dei proventi distribuiti sia complessivamente sia rispettivamente da fondi riservati e retail (*Paragrafo 3.4*). I dati elaborati e discussi sono interamente provenienti dai Rapporti Semestrali sui fondi immobiliari redatti da Assogestioni.

3.2 Il mercato dei fondi immobiliari italiani

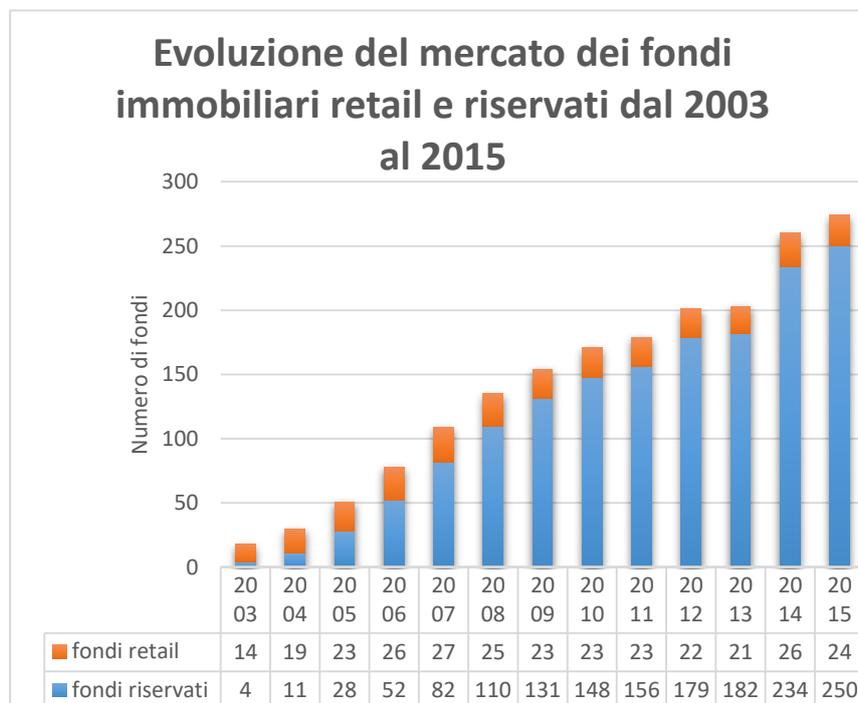
I fondi immobiliari chiusi sono stati istituiti con la legge 86/1994, ma è stato solo in seguito alla normativa introdotta dal decreto

legislativo 58/1998 (TUF) che i primi fondi sono stati effettivamente introdotti. Da allora, e in modo particolare a partire dal 2001, il mercato è stato caratterizzato da una crescita continua in termini di numero di fondi, patrimonio e SGR operanti. (Hoesli e Morri 2010). Nel tempo si è assistito a un forte cambiamento dei prodotti offerti, della vigilanza e della normativa; tali innovazioni hanno reso lo strumento più appetibile per gli investitori istituzionali e privati e per i potenziali soggetti interessati a conferire immobili al fondo (Cacciamani, 2012). L'attuale assetto del mercato risulta quindi sensibilmente differente rispetto ai primi anni di vita e per tale motivo, dopo oltre dieci anni dall'avvio del mercato, risulta interessante proporre un andamento del mercato dei fondi evidenziando la loro variazione nel tempo, per poi concentrarsi sulla situazione attuale.

3.2.1 L'evoluzione del mercato dei fondi immobiliari italiani

Dai primi dati di Assogestioni del 2003 si evince che gli operatori erano interessati soprattutto all'investimento in fondi retail, 14 nel 2003, che rappresentavano circa il 78% dell'offerta totale. Questi strumenti, dopo alcuni anni di crescita, sembrano aver rallentato la loro corsa, forse a causa dell'incertezza relativa alle notevoli divergenze tra i prezzi di scambio delle quote e il valore stimato (Hoesli e Morri, 2010). Già a partire dal 2005, il numero dei fondi riservati ha superato quello dei fondi retail, ma nel tempo il divario è aumentato fino a raggiungere nel 2015 una situazione in cui i fondi riservati costituiscono più del 91% del mercato (*Grafico 6*).

Grafico 5: Mercato dei fondi immobiliari retail e riservati (2013-2015)

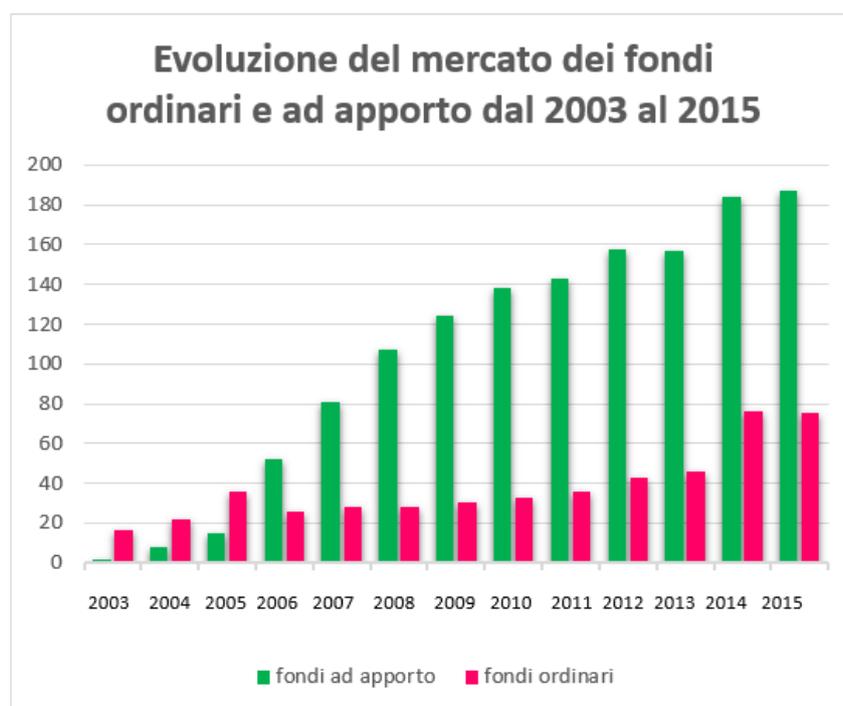


Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

I fondi ordinari sono stati la forma tecnica più utilizzata, fino al 2006. Il loro numero ha continuato a crescere nel corso del tempo ma non nella misura dei fondi ad apporto, passati da 2 nel 2003 a 187 nel 2015 (Grafico 7). La forte crescita di quest'ultima categoria di fondo è stata essenzialmente guidata dall'aumentare del numero di soggetti (di natura pubblica e privata) interessati ad apportare i loro patrimoni immobiliari ai fondi sfruttando, in alcuni casi, i vantaggi fiscali

derivanti dall'utilizzo dello strumento (Gibilaro, Mattarocci e Moro, 2015).

Grafico 6: Mercato dei fondi ordinari e retail (2003-2015)

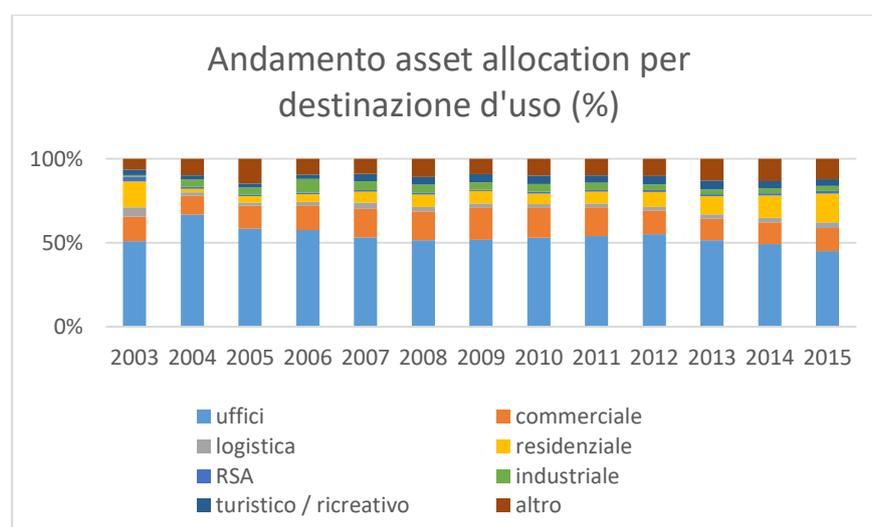


Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

La composizione del portafoglio degli investimenti immobiliari è, invece, da sempre molto variegata: gli uffici rappresentano l'*asset class* predominante, con un peso medio di oltre il 50% del portafoglio gestito dai fondi; le altre due *asset class* più consistenti sono il settore commerciale e quello residenziale, il primo rilevante soprattutto per i fondi ordinari e retail, il secondo più specifico per i fondi riservati ed ad apporto. La ripartizione degli investimenti per destinazione d'uso, nel 2015, vede prevalere immobili adibiti ad uso "Uffici" (45,2%). Seguono gli investimenti negli ambiti "Residenziale" (17,1%), "Commerciale" (13,6%), "Altro" (12,2%),

“Turistico/Ricreativo” (4%), “Logistica” (3,5%), “Industriale” (3%) e “RSA” (1,6%) (*Grafico 8*).

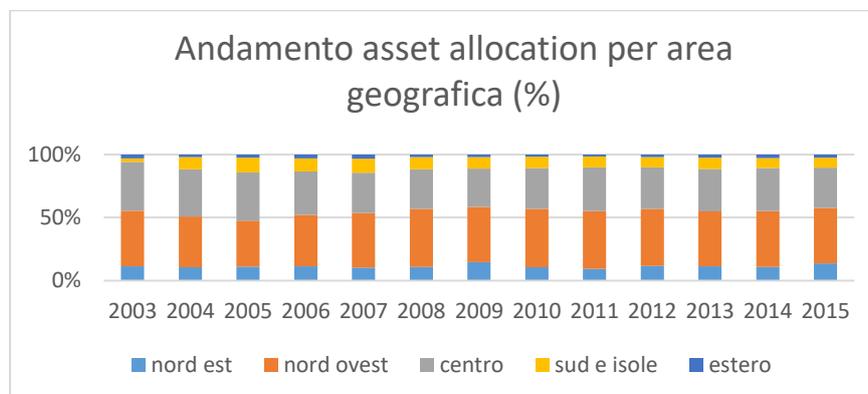
Grafico 7: Asset allocation per destinazione d'uso (2003-2015)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Se si analizza l’investimento immobiliare dal punto di vista geografico, si osserva che, fin dalla nascita dei primi fondi, esso è incentrato soprattutto nell’area nord-occidentale, seguita dal Centro e dal Nord-est della Penisola (complessivamente in queste aree si concentra in media il 90% degli investimenti). Il Sud, le Isole e l’estero rappresentano circa il 10%. Nel 2015 prevale sempre il Nord (Nord-est 44% e Nord-ovest 13,7%); segue il centro con il 31,7% e il Sud e le Isole con l’8%. L’investimento di fondi italiani all’estero raccoglie solo il 2,5% degli immobili (*Grafico 9*).

Grafico 8: Asset allocation per area geografica (2003-2015)

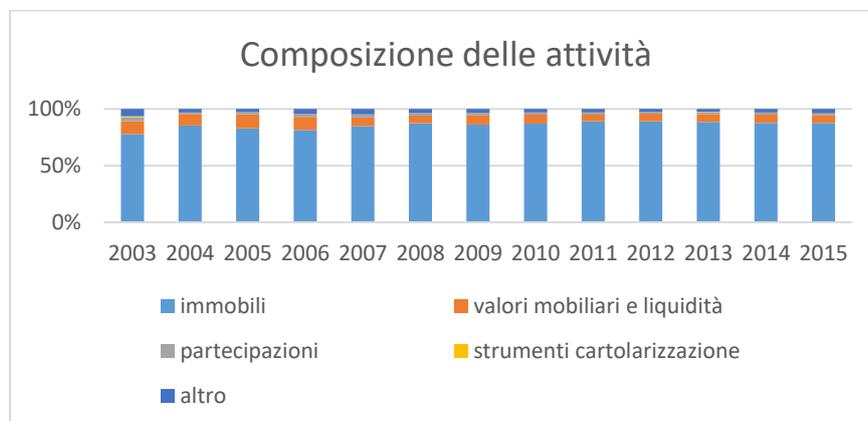


Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Come si è già detto, un fondo comune, per essere definito immobiliare, deve investire i due terzi del suo patrimonio in immobili. Nella realtà, tale soglia viene ampiamente superata e, se nel 2003 costituiva “solo” il 74,4% del patrimonio dei fondi, oggi gli immobili arrivano a ricoprire l'87,85%. Valori mobiliari e liquidità costituiscono la parte residuale dell'attivo, che mediamente si aggira intorno al 10% delle totale (Grafico 10). La composizione delle attività a dicembre 2015 risulta così ripartita:

- immobili e diritti reali immobiliari: 87,8%;
- valori mobiliari e liquidità: 6,8 %;
- partecipazioni di controllo in società immobiliari: 1,3%;
- strumenti rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione: 0,2%;
- altro: 3,9%.

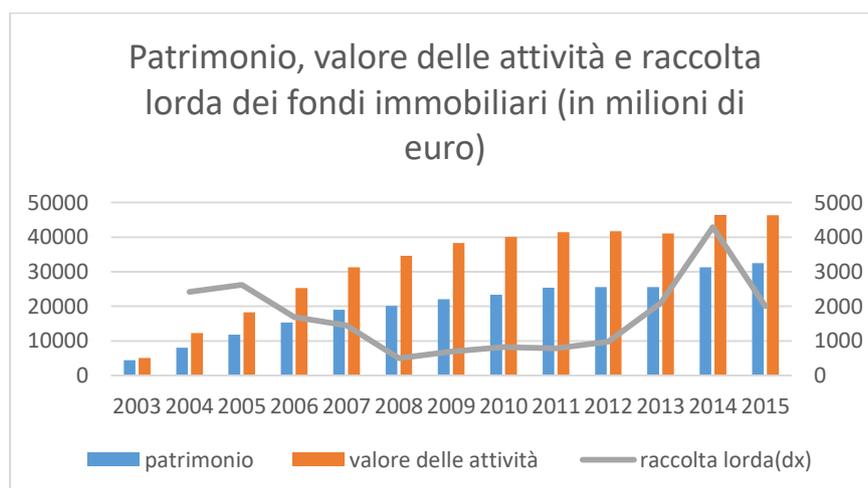
Grafico 9: Composizione delle attività (2003-2015)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Lo sviluppo rapido e ingente dei fondi immobiliari, è confermato dalla crescita contemporanea che hanno avuto il patrimonio complessivo (passato, dal 2003 al 2015 da 4.414,1 milioni a 32.494 milioni di euro) e il valore delle attività di tali fondi, aumentato di circa 10 volte in dodici anni (da 5.140,5 milioni nel 2003, a 46.284 milioni di euro nel 2015) (Grafico 11).

Grafico 10: Patrimonio, valore delle attività e raccolta lorda dei fondi immobiliari



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

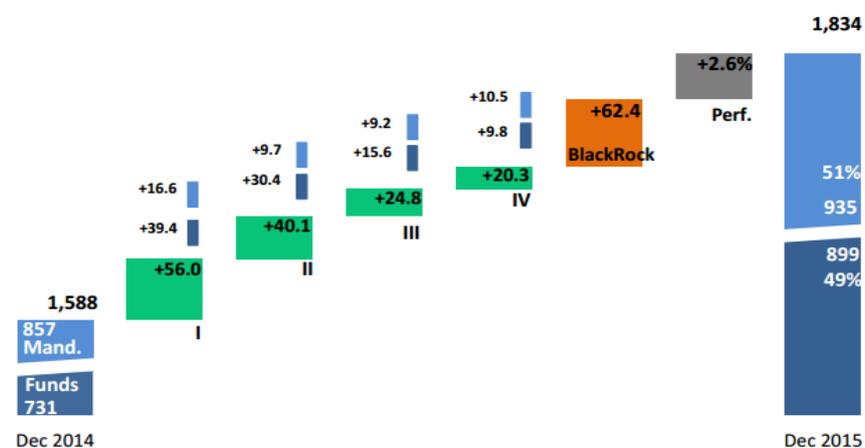
Il totale delle attività pari a 46.283,6 milioni di euro può essere diviso in 41.510,8 milioni di euro in fondi riservati e 4.722,9 milioni di euro in fondi retail, e il patrimonio complessivo di 32.494,1 milioni di euro, in 28.758,4 milioni in fondi riservati e 3.735,7 milioni in fondi retail. Il valore totale delle attività di circa 46.284 milioni di euro può anche essere scomposto in valore degli assets relativo ai fondi ad apporto (34.660 milioni di euro) e relativo ai fondi ordinari (11.624 milioni di euro); stesso discorso per il patrimonio, i cui i 32.494 milioni di euro sono costituiti da 23.778 milioni relativi ai fondi ad apporto e 8.716 relativi agli ordinari. Questi dati non fanno altro che confermare il trend diffuso negli ultimi anni di incremento del numero dei fondi riservati e dei fondi ad apporto rispetto ai retail e agli ordinari. I fondi immobiliari speculativi invece rappresentano, con 53 prodotti, il 20% dell'offerta complessiva, l'11% dell'attivo complessivo (5,1 miliardi di euro) e il 5% del patrimonio totale (1,6 miliardi di euro). Questi prodotti, come già detto, sono caratterizzati da una elevata leva finanziaria, in quanto ad essi è consentita la facoltà di derogare ai limiti normativi di indebitamento. Infatti, se i fondi non speculativi hanno una leva media ponderata del 49%, questi arrivano al 111% (Rapporto semestrale sui fondi immobiliari del secondo semestre 2015 di Assogestioni).

3.2.2 I fondi immobiliari all'interno del risparmio gestito in Italia

Alla fine del 2015 le dimensioni del mercato italiano dei prodotti di risparmio gestito superano i 1.830 miliardi di euro. La ripartizione per tipologia di prodotto vede la prevalenza dei servizi di gestione di portafoglio con 935 miliardi (i mandati conferiti da clienti istituzionali e retail, rispettivamente il 44% e il 7% del totale), seguiti dai prodotti di gestione collettiva con 899 miliardi (i fondi comuni

aperti e chiusi, rispettivamente il 46,4% e il 2,6% del totale). Nel corso dell'anno il patrimonio gestito è cresciuto di circa 246 miliardi (+15,5%), dovuto anche a una raccolta di nuovo risparmio pari a 141 miliardi, a cui si è sommato un effetto mercato pari al +2,6% (*Grafico 12*).

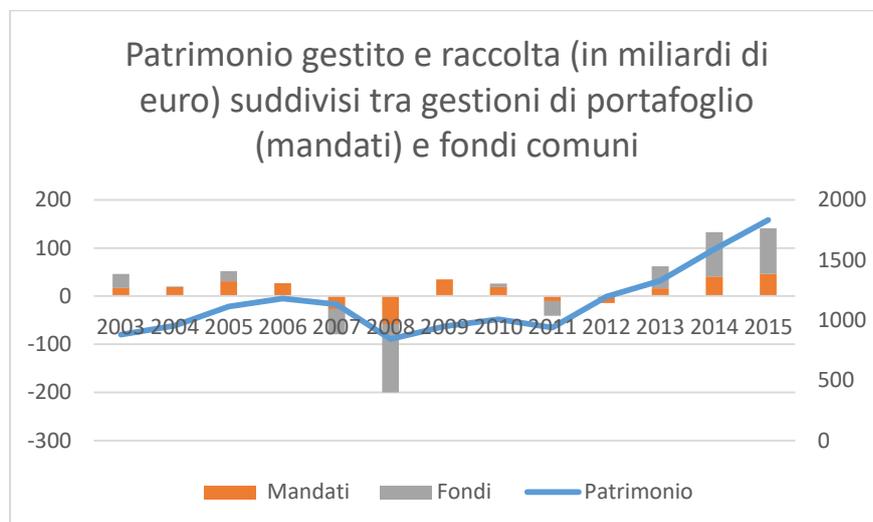
Grafico 12: Incremento Patrimonio gestito nell'anno 2015



Fonte: Assogestioni, Rapporto trimestrale sul Risparmio Gestito

Il patrimonio gestito dal 2003 al 2015 ha avuto un elevato incremento passando da 880 miliardi di euro a 1.830. Il settore del risparmio gestito ha avuto, però, una forte depressione nel corso degli anni della crisi del 2007/2008 che ha causato una diminuzione del patrimonio e una raccolta deficitaria, a cui si sommano i deflussi avuti nel biennio 2011/2012. La ripresa del mercato e in particolare del segmento dei fondi manifestatasi già a partire dalla seconda metà del 2012 può essere spiegata in buona parte come l'effetto indiretto degli interventi di carattere straordinario messi in campo dalla BCE per contrastare le difficoltà dell'Eurosistema originate dalla crisi del debito sovrano (*Grafico 13*).

Grafico 13: Patrimonio gestito e raccolta netta



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

I 141 miliardi di raccolta netta avuti nel 2015 vengono raggiunti grazie ai 95 miliardi dovuti ai fondi (sia aperti che chiusi) e ai 46 dovuti alle gestioni di portafoglio (17 dai retail e 29 dai mandati istituzionali) (Tabella 2).

Tabella 2: Raccolta netta suddivisa per fondi e mandati

	12/2015	09/2015	06/2015	03/2015	Totale
	Raccolta netta				
Gestioni collettive	9792,9	15635,9	30434,0	39372,9	95235,7
Fondi aperti	9261,0	15595,7	30433,2	39140,1	94430,1
Fondi chiusi	531,8	40,2	0,8	232,8	805,6
Gestioni di portafoglio	10504,7	9194,0	9672,9	16594,9	45966,5
GPF retail	1006,0	762,0	1680,4	2523,5	5971,8
GPM retail	-177,9	290,0	3778,4	6726,8	10617,2
Gestioni di patrimoni previdenziali	691,3	1287,0	802,5	699,0	3479,8
Gestioni di prodotti assicurativi	2629,6	7905,6	3095,4	5735,9	19366,5
Altre Gestioni	6355,8	-1050,5	316,1	909,8	6531,1
Totale	20297,5	24830,0	40106,9	55967,9	141202,2

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

All'interno di questo panorama i fondi immobiliari occupano, con il loro mercato, circa il 3% dell'industria italiana del risparmio gestito per quanto riguarda il patrimonio. Nel corso dell'anno 2015,

inoltre, costituiscono solo lo 0,5% della raccolta netta dell'industria del risparmio gestito.

3.3 Le SGR operanti nel settore immobiliare

Le Società di Gestione del Risparmio, note con l'acronimo SGR, svolgono in via esclusiva l'attività di istituzione e di gestione di fondi comuni di investimento. (Casertano, 2011). Le SGR, istituite con D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, sono soggette alla disciplina contenuta nel TUF ed all'iscrizione nell'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. La Società di Gestione del Risparmio (SGR) costituisce il motore del meccanismo di funzionamento di un fondo immobiliare. Essa ha per oggetto la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, realizzata attraverso la promozione, l'istituzione e l'organizzazione dei fondi immobiliari. In virtù di una delega degli investitori, la SGR svolge l'attività di gestione del patrimonio del fondo, assumendosene la piena responsabilità (Hoesli e Morri, 2010). Il mercato dei fondi immobiliari italiani è cresciuto negli ultimi anni, e di conseguenza anche il numero delle Sgr che vi operano. Secondo i rapporti semestrali di Assogestioni si è passati infatti dalle solo 3 Sgr presenti prima del 2000 alle 22 Sgr attuali, con un massimo di 28 avuto nell'anno 2007 (*Grafico 14*).

Grafico 14: Numero di Società di gestione del risparmio attive nel periodo (2003-2015)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Il livello di concentrazione del mercato delle Sgr, a partire dal 2004, è diminuito rendendolo più contendibile. La Sgr che detiene il maggior valore di attività totali a dicembre 2015 ha una quota di mercato del 16,99%, mentre nel 2004 possedeva oltre il 23%. Lo stesso è accaduto per le quote di mercato detenute rispettivamente dai 3 (passate dal quasi 63% nel 2004 al 43,65 nel 2015), e dai 5 operatori più grandi (scese dal quasi 73% nel 2004 al 63,3% nel 2015). Anche facendo uso dell'indice di Herfindahl-Hirshman per la valutazione del livello di concentrazione (Herfindahl, 1950; Hirshman, 1945) del settore delle Sgr immobiliari, si ottiene un HHI pari al 16,74% nel 2004 e pari al 9,91% nel 2015, a conferma della minore concentrazione del mercato attuale rispetto agli anni del suo primo sviluppo (*Tabella 3*).

Tabella 3 Evoluzione del mercato delle Sgr italiane

Anno	Attività tot. Top 1		Attività tot. Top 3		Attività tot. Top 5		HHI(%)
	Valore	% tot.	Valore	% tot.	Valore	% tot.	
2004	3654,9	23,2	7750,3	62,97	9106	73,98	16,74
2005	5126,8	28,07	11265,7	61,68	13436,3	73,57	15,49
2006	6961,7	27,55	13450,6	53,23	16336,3	64,65	12,74
2007	7707,5	24,57	14552,1	46,39	18827	60,02	10,73
2008	6099,1	17,61	13823,3	39,92	20059,2	57,93	8,73
2009	5631,1	14,7	14905,2	38,9	21479,5	56,06	8,22
2010	5605,5	13,99	15152,4	37,81	22558,7	56,29	8,16
2011	9476,3	22,85	18538,8	44,7	27111,6	65,38	10,82
2012	9410	22,55	19467	46,66	27278	65,38	10,84
2013	9179	22,37	19191	46,77	26423	64,39	10,75
2014	8983	19,24	21563	46,2	30388	65,09	10,47
2015	7867	16,99	20203	43,65	29295	63,3	9,91

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Le principali Sgr operanti nel mercato dei fondi immobiliari nel 2015 secondo l'ultima rassegna di Assogestioni sono presentate nella tabella che segue (*Tabella 4*).

Tabella 4: Le Sgr operanti nel 2015

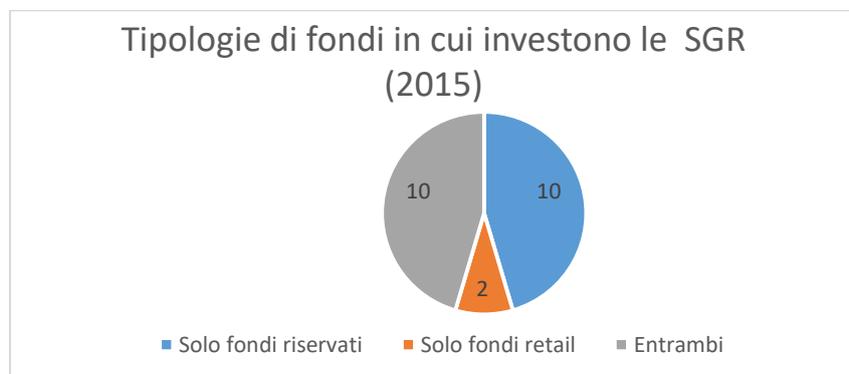
SGR	Patrimonio			Attività gestite		
	Riservati	Retail	Tot.	Riservati	Retail	Tot.
IDEA FIMIT SGR	5.074	943	6.017	6.420	1.447	7.867
INVESTIRE SGR	4.682	392	5.073	6.303	466	6.769
BNP PARIBAS REIM SGR	3.287	447	3.734	5.006	561	5.567
GENERALI REAL ESTATE SGR	4.221	0	4.221	5.508	0	5.508
PRELIOS SGR	1.802	151	1.953	3.306	277	3.584
FABRICA IMMOBILIARE SGR	3.029	123	3.153	3.417	145	3.562
SORGENTE SGR	1.495	0	1.495	2.478	0	2.478
SERENISSIMA SGR	746	0	746	1.591	0	1.591
CASTELLO SGR	523	66	590	1.519	68	1.586
TORRE SGR	338	454	792	946	465	1.412
AXA REIM SGR	809	0	809	1.139	0	1.139
FINANZIARIA INTERNAZIONALE INVEST. SG	378	0	378	931	0	931
CDP INVESTIMENTI SGR	755	0	755	773	0	773
POLIS FONDI SGR	384	208	591	526	212	738
INVESTITORI SGR	565	0	565	599	0	599
AMUNDI REAL ESTATE ITALIA SGR	63	328	391	123	422	545
UNIPOLSAI INVESTIMENTI SGR	367	0	367	490	0	490
AEDES REAL ESTATE SGR	125	134	259	276	175	451
MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR	0	315	315	0	318	318
VEGAGEST SGR	0	177	177	0	217	217
ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR	78	0	78	84	0	84
DUEMME SGR	37	0	37	74	0	74

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Secondo Assogestioni, sono dunque 22 le maggiori Sgr, di cui dieci detengono in portafoglio sia fondi di tipo riservato che retail, altre dieci detengono unicamente fondi riservati mentre sono soltanto due le Sgr che investono esclusivamente in fondi retail (*Grafico 15*). Le prime tre Sgr in termini di patrimonio e attività gestite, in particolare, investono in entrambi i tipi di fondi, con una netta prevalenza dei riservati.

La Sgr che vanta il patrimonio e volume attività gestite è Idea FIMIT SGR che da sola detiene quasi il 17 % del mercato (*Tabella 4*).

Grafico 15: Tipologie di fondi in cui investono le Sgr (2015)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

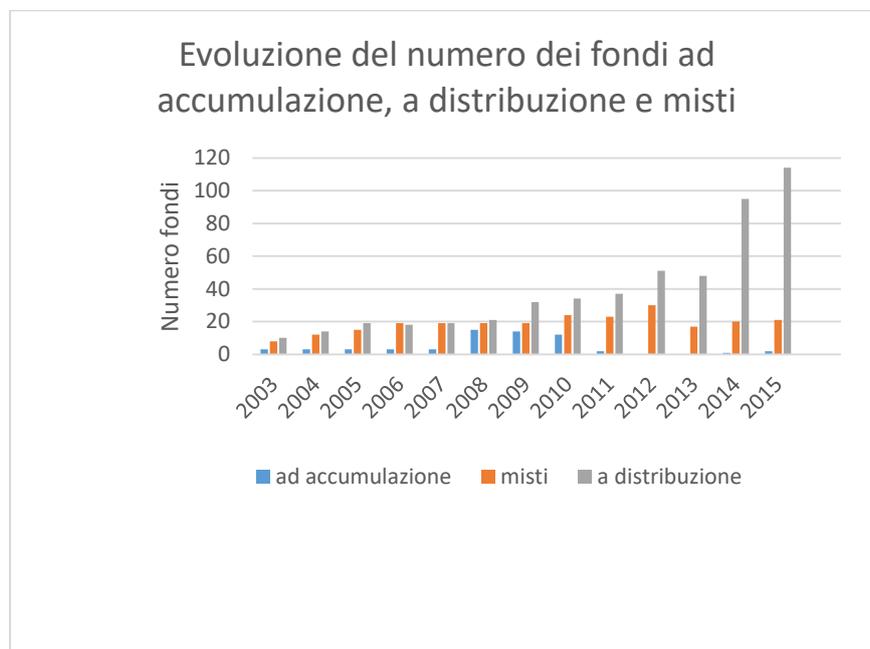
3.4 Statistiche sulla remunerazione corrisposta ai quotisti dai fondi italiani

I fondi immobiliari italiani, come già detto, possono essere classificati sulla base della modalità di remunerazione dei quotisti in: fondi a distribuzione, “misti” e ad accumulazione. Di seguito, analizzando i dati dei rapporti semestrali sui fondi forniti da Assogestioni, si fornisce una panoramica sulle diverse politiche di remunerazione dei partecipanti attuate dalle varie tipologie di fondi e sull’ammontare complessivo dei proventi e dei rimborsi distribuiti ai quotisti nel corso degli anni. I dati riportati si basano interamente su statistiche fornite da Assogestioni, riguardanti soltanto alcuni dei fondi attivi, quelli che hanno aderito all’associazione di anno in anno. I risultati qui esposti, quindi, non sono riferibili all’intero mercato dei fondi immobiliari, ma alla sola quota censita annualmente da Assogestioni.

3.4.1 Statistiche sulla modalità di distribuzione dei proventi adottate dai fondi immobiliari

I fondi immobiliari il cui regolamento prevede una politica dei proventi ad accumulazione, ovvero quei fondi che non distribuiscono gli utili conseguiti ai quotisti ma li reinvestono direttamente nel fondo, sono sempre stati un numero esiguo nei dati dei Rapporti semestrali di Assogestioni. Già nel 2003 questa tipologia di strumento rappresentava solo il 14,3% del mercato e si è mantenuta tale percentuale all'incirca fino al 2008, anno in cui invece sono stati istituiti ben 12 nuovi fondi ad accumulazione che hanno raggiunto la loro percentuale massima: il 27,27 %. Dal 2011 i fondi ad accumulazione sono di nuovo divenuti una forma di investimento d'uso marginale, sono scomparsi del tutto nel biennio 2012-13, rappresentano meno dell'1% nel 2014 e quasi l'1,5% nel 2015. Da sempre primi nel mercato sono, invece, i fondi cosiddetti a distribuzione dei proventi, con un trend di crescita continua (costituivano il 47% del totale nel 2003 e nel 2015 l'83,8 %). La causa di tale dato è probabilmente legata alla natura dei sottoscrittori di fondi immobiliari, investitori che richiedono una remunerazione periodica come garanzia per un tipo di investimento a lungo termine come quello immobiliare. Si spiega così anche la presenza sempre rilevante anche di quei fondi immobiliari che adottano una politica di distribuzione dei dividendi mista, ovvero una combinazione delle politiche di accumulazione e di distribuzione (38,1 % nel 2003 e 15,44% nel 2015) (*Grafico 16*).

Grafico 16: Evoluzione del numero di fondi ad accumulazione, a distribuzione e misti



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

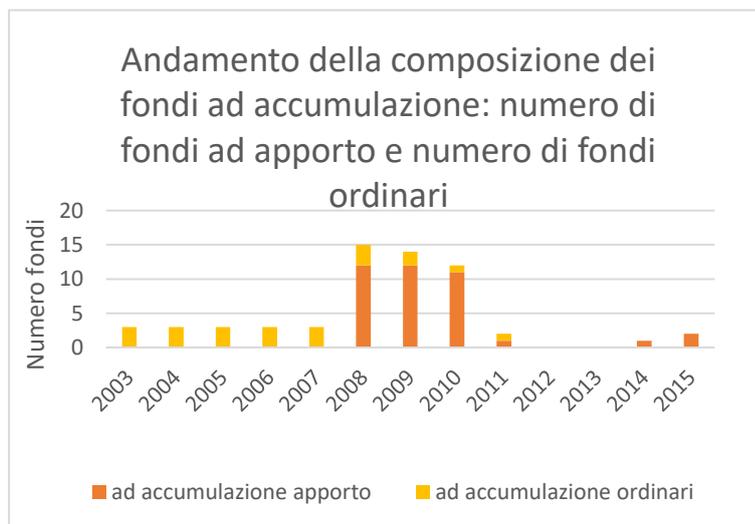
3.4.1.1 Statistiche sui fondi ad accumulazione dei proventi

I fondi immobiliari ad accumulazione dei proventi, come già detto, sono una tipologia scarsamente diffusa. Dai dati raccolti su Assogestioni si evince che fino al 2007 i 3 fondi ad accumulazione censiti erano tutti di tipo ordinario. Nel 2008 sono stati istituiti 12 nuovi fondi ad accumulazione, tutti ad apporto. Nel 2012-2013 per Assogestioni, non vi era alcun fondo immobiliare ad accumulazione sul mercato. L'unico fondo di questo tipo istituito nel 2014 e i 2 nel 2015, presentano la modalità di costituzione ad apporto.

Attualmente, dunque, non è rilevata la presenza di fondi ad accumulazione dei proventi di tipo ordinario (*Grafico 17*).

3.4.1.2 Statistiche sui fondi a distribuzione dei proventi

Grafico 17: Andamento della composizione dei fondi ad accumulazione: numero di fondi ad apporto e numero di fondi ordinari

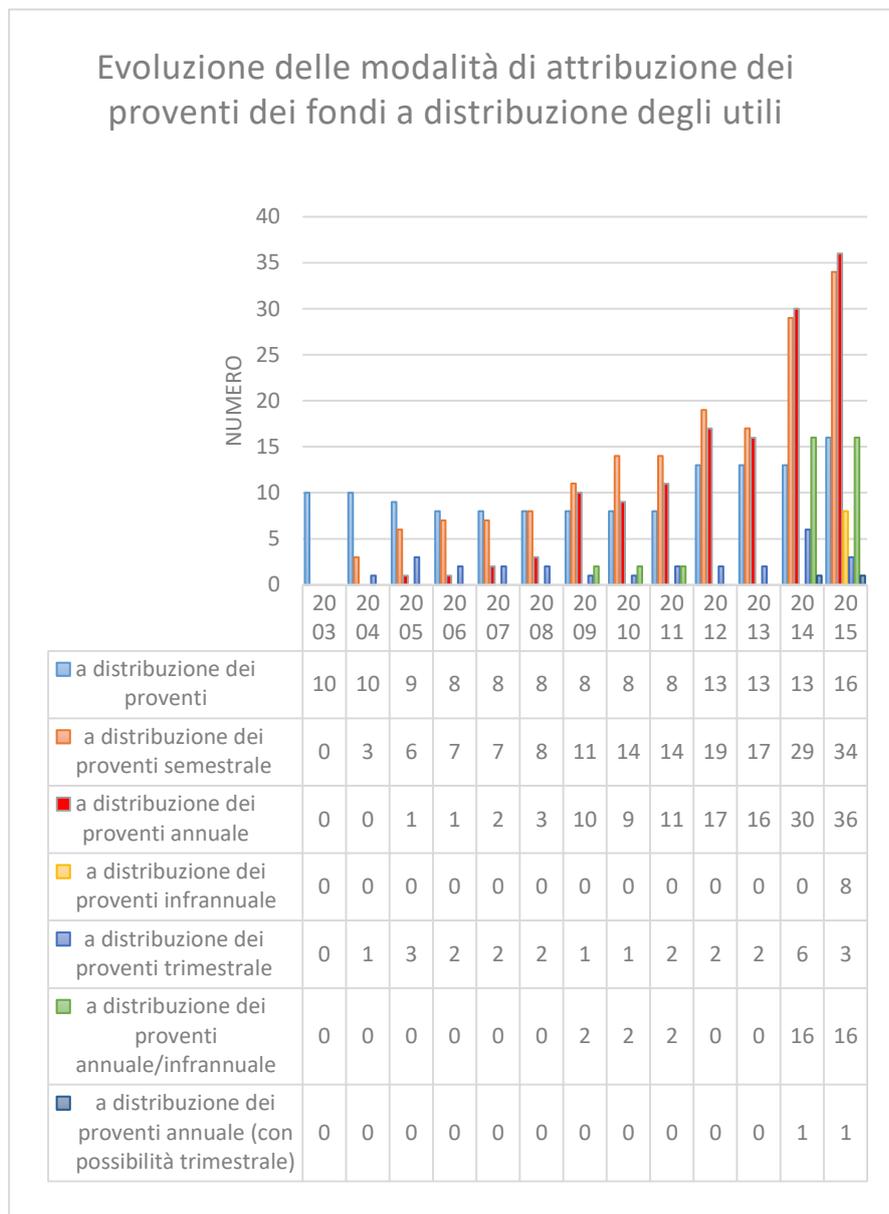


Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Il regolamento del fondo può prevedere la distribuzione ai partecipanti dei proventi della gestione, nella misura di volta in volta stabilita dal consiglio di amministrazione, tenuto conto delle previsioni di redditività del fondo (Casertano, 2011). Non necessariamente deve indicare la cadenza temporale con la quale tali proventi saranno rilasciati ai sottoscrittori, che può essere invece stabilita in base alle singole circostanze. Nel 2003 i 10 fondi a distribuzione dei proventi presenti, secondo Assogestioni, non specificavano la base temporale della distribuzione dei dividendi. Dal 2004 in poi sono stati istituiti altri fondi che la specificano, in particolare sono emerse 5 possibili modalità di attribuzione degli utili netti ai partecipanti: su base annuale, annuale o infrannuale, semestrale, trimestrale e infrannuale. Le più diffuse, e quasi sempre

vicine di numero, sono le distribuzioni annuali e semestrali (nel 2015 rispettivamente il 31,6% e il 29,8% del totale dei fondi a distribuzione). Fanno seguito i fondi a distribuzione che non specificano le scadenze e quelli con cadenza annuale o infrannuale, ciascuno costituente il 14% del totale nel 2015. I fondi immobiliari a distribuzione dei proventi trimestrale espressamente indicata nel regolamento sono stati dal 2004 sempre un numero inferiore o uguale a 3, ad eccezione del 2014 in cui hanno raggiunto la loro massima (6 fondi), per poi tornare ai 3 fondi registrati nel 2015. La tipologia di fondi a distribuzione su base infrannuale è apparsa per la prima volta nelle Relazioni semestrali di Assogestioni soltanto nel 2015 e ricopre con 8 fondi circa il 7 % del totale dei fondi a distribuzione. Dal 2014 esiste inoltre un solo fondo che prevede una remunerazione ai quotisti su base annua ma con possibilità anche trimestrale (*Grafico 18*).

Grafico 18: Evoluzione delle modalità di attribuzione dei proventi dei fondi a distribuzione degli utili

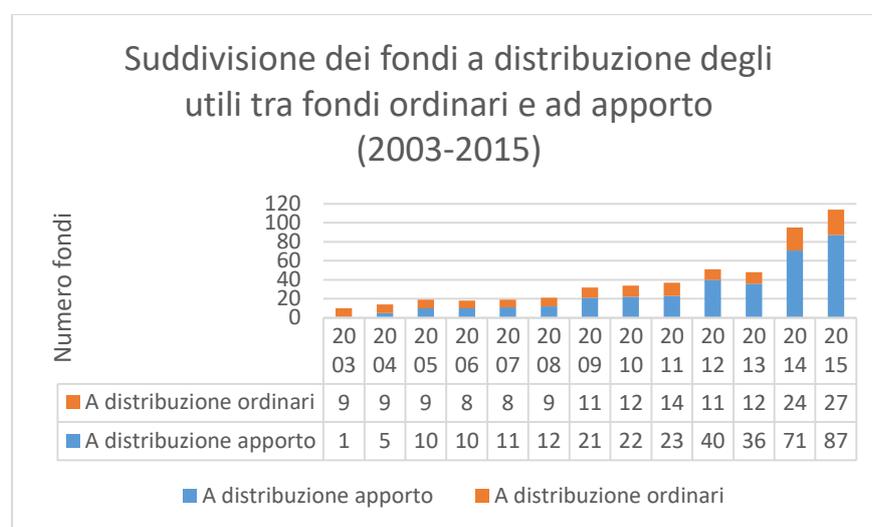


Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Per quanto riguarda la modalità di costituzione dei fondi a distribuzione dei proventi, fin dal 2005 ha prevalso la tipologia ad apporto su quella ordinaria, con percentuali sempre più elevate

negli anni e nel 2015 si contano 87 fondi ad apporto rispetto a 25 fondi ordinari sui 114 fondi a distribuzione dei proventi (*Grafico 19*). Tale andamento è riconducibile al trend di forte crescita del numero di fondi ad apporto pubblico e privato registrato negli stessi anni (vedi paragrafo 3.2.1, *Grafico 7*).

Grafico 19: Suddivisione dei fondi a distribuzione in ordinari e ad apporto nel periodo 2013-2015



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

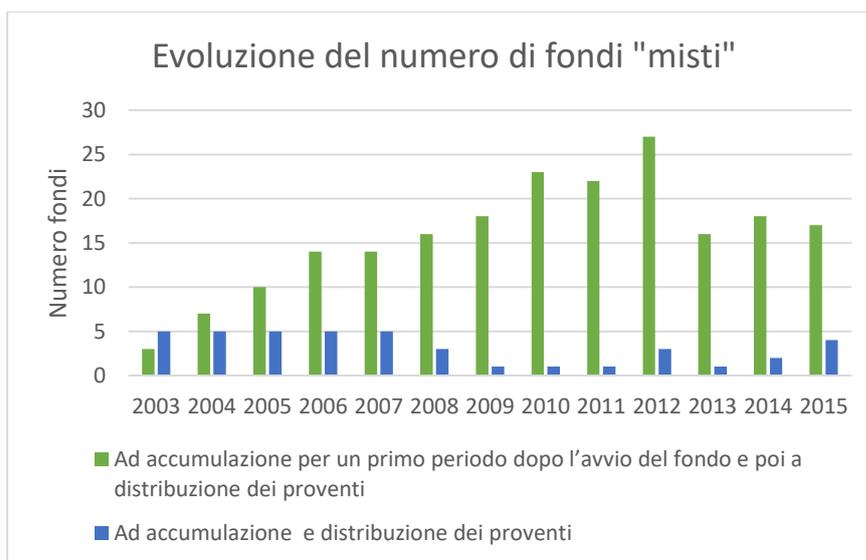
3.4.1.3 Statistiche sui fondi con modalità di remunerazione dei quotisti “mista”

Con il termine “misti” indichiamo quei fondi immobiliari che adottano simultaneamente o in fasi successive le politiche di accumulazione e di distribuzione degli utili. Da un’analisi dei fondi censiti da Assogestioni nei rapporti semestrali sui fondi immobiliari, nel 2015 il 44% dei fondi è di tipo “misto” e le politiche di distribuzione dei dividendi ricomprese in questa categoria che si sono manifestate dal 2003 al 2015 sono le seguenti:

- Ad accumulazione per un primo periodo dopo l'avvio del fondo(per il primo semestre intero,per il primo, secondo, terzo, quarto o quinto anno) e poi a distribuzione dei proventi (generica, annuale o semestrale);
- Ad accumulazione e distribuzione dei proventi, senza ulteriori specificazioni.

La prima categoria comprende un numero molto più alto di fondi, 17 nel 2015 contro i 4 della seconda categoria (*Grafico 20*).

Grafico 20: Evoluzione del numero di fondi "misti"

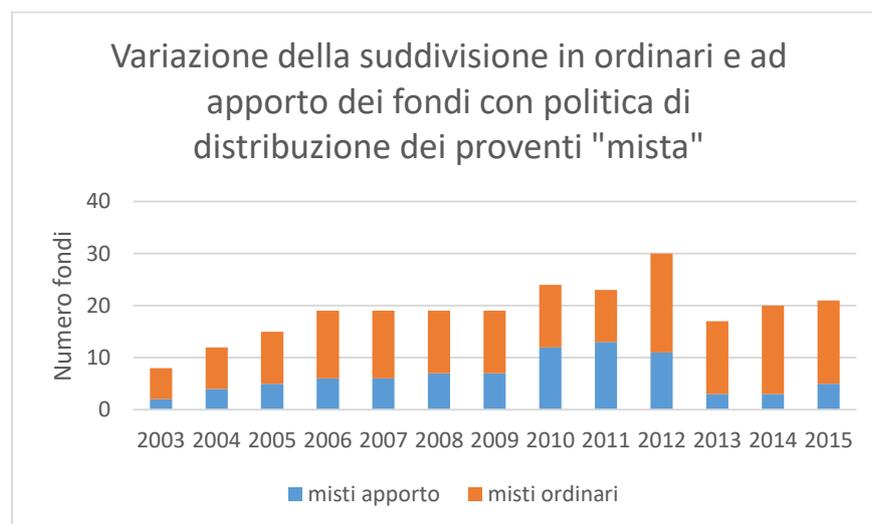


Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

I fondi che adottano una politica di remunerazione “mista” sono in prevalenza fondi con modalità di costituzione ordinaria (il 75% nel 2003 e il 76,2% nel 2015). Soltanto nel 2011 e nel 2012 i fondi

“misti” ordinari hanno costituito rispettivamente il 50% e il 43,5% del totale (*Grafico 21*).

Grafico 21: Variazione della suddivisione in ordinari e ad apporto dei fondi con politica di distribuzione dei proventi "mista"



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

3.4.2 Statistiche sui proventi e rimborsi distribuiti ai quotisti

Il valore totale dei proventi e rimborsi complessivi deliberati dalle SGR dei fondi e già distribuiti ai partecipanti dal 2003 al 2008 ha registrato una crescita passando da 81 a 752 milioni di euro, con un massimo di 864 milioni di euro raggiunto nel giugno 2007. A questo aumento hanno contribuito sia i fondi retail che i riservati, i cui proventi distribuiti sono cresciuti rispettivamente da 81 a 383 e da 0 a 369 milioni di euro. In media, i fondi riservati hanno distribuito più proventi ai propri partecipanti rispetto ai fondi retail nel periodo 2003-2008 (la media è di 267,7 milioni per i riservati e di 145,6 milioni di euro per i retail), forse ciò è dovuto anche al fatto che i fondi riservati sono cresciuti numericamente molto più dei retail

(Tabella 5). Dell'anno 2009 non sono presenti dati circa i proventi e i rimborsi sulla relazione semestrale dei fondi immobiliari di Assogestioni, sia del primo che del secondo semestre 2009, pertanto se ne è omessa la rappresentazione nei grafici che seguono.

Tabella 5: Proventi e rimborsi distribuiti (2003-2008)

Proventi e rimborsi distribuiti dal 2003 al 2008					
Anno	Fondi Riservati		Fondi Retail		Valore tot.
	Valore (€ mln)	%	Valore (€ mln)	%	
giu-03	0	0	81	100	81
dic-03	21	100	0	0	21
giu-04	212	71	87	29	299
dic-04	221	86,4	35	13,6	255
giu-05	272	66,2	139	33,8	411
dic-05	300	88,3	40	11,7	340
giu-06	219	49,9	219	50,1	438
dic-06	366	81,7	82	18,3	448
giu-07	591	68,4	273	31,6	864
dic-07	297	53,1	263	46,9	560
giu-08	369	49,1	383	50,9	752
Media	260,73	64,92	145,64	35,08	406,27

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

Dal 2010 al 2015 l'ammontare complessivo dei proventi distribuiti dal totale dei fondi ha continuato ad aumentare (da 697milioni nel 2010 a 894 milioni di euro nel 2015), il massimo è stato 935 milioni nrl giugno 2014. Anche in quest'ultimo arco di tempo i fondi riservati hanno distribuito in media molto più dei retail, in linea con il numero di questo tipo di fondi che è aumentato in maniera ingente e rapida fino al 2015 (Tabella 6).

Tabella 6: Proventi e rimborsi distribuiti (2010-2015)

Proventi e rimborsi distribuiti dal 2010 al 2015					
Anno	Fondi Riservati		Fondi Retail		Valore tot.
	Valore (€ mln)	%	Valore (€ mln)	%	
giu-10	583	83,6	115	16,4	697
dic-10	566	74,5	194	25,5	760
giu-11	618	80,2	153	19,8	771
dic-11	439	78,3	122	21,7	561
giu-12	527	88,9	66	11,1	593
dic-12	602	88	82	12	684
giu-13	342	79	91	21	433
dic-13	309	62,3	188	37,7	498
giu-14	343	66,1	176	33,9	519
dic-14	830	88,8	105	11,2	935
giu-15	658	72	256	28	913
dic-15	868	97,1	26	2,9	894
Media	557,08	79,90	131,17	20,10	688,17

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Assogestioni

3.5 Conclusioni

I fondi immobiliari sono uno strumento finanziario apparso da poco sul mercato. Molteplici ne sono le tipologie e altrettanto varie le modalità e i tempi in cui si sono manifestate. In questi paragrafi si è data una rappresentazione dei trend diffusi in passato e di quelli attuali, in particolare il costante aumento del numero, del patrimonio e dell'attivo dei fondi con modalità di costituzione ad apporto sia pubblico che privato, e dei fondi riservati agli investitori qualificati. Si sono analizzate le caratteristiche delle Società di gestione del risparmio attive e la loro evoluzione, in termini di numero, attività gestite e concentrazione del loro mercato. In particolare si è evidenziato un aumento del numero di questi operatori e una conseguente diminuzione dei livelli di concentrazione e di contendibilità del settore. Nell'ultimo paragrafo sono stati presi in esami i dati disponibili sulla remunerazione dei quotisti. E' emerso

che i fondi immobiliari adottano maggiormente una politica di remunerazione basata sulla distribuzione degli utili, mentre sono ben pochi i fondi ad accumulazione. Il valore complessivo dei proventi e rimborsi erogati è aumentato nel tempo. I fondi che distribuiscono complessivamente più utili sono i fondi riservati, che sono anche i fondi più numerosi.

4. Un modello di analisi della politica di distribuzione dei dividendi

4.1 Introduzione

I fondi immobiliari italiani non sono soggetti a imposte dirette, la tassazione dei proventi distribuiti ricade sui possessori delle quote. Dunque, non esistono vincoli legali alla distribuzione degli utili, che al contrario può anche non essere prevista e disciplinata nel regolamento del singolo fondo. I REITs, i fondi immobiliari statunitensi, sono invece soggetti a vincoli fiscali stringenti e hanno l'obbligo di distribuire almeno il 95% degli utili conseguiti. Sulla base di uno studio pubblicato nel 1993 intitolato “*Dividend Policies and Dividend Announcement Effects for Real Estate Investment Trusts*” di Wang, Erickson e Gau, che si propone di individuare le determinanti della politica di distribuzione degli utili, diverse dal regime fiscale, dei REITs tra il 1981 e il 1988, in questo capitolo ci si propone l'obiettivo di individuare le variabili non fiscali che determinano la politica di distribuzioni dei fondi italiani in un orizzonte temporale post-crisi (2009-2015). Il focus della ricerca è posto sulle connessioni esistenti tra la *performance* dei fondi immobiliari italiani e i loro tassi di distribuzione degli utili. Nell'ipotesi che i presupposti della *Teoria dei costi di agenzia* siano applicabili alle decisioni che il *management* dei fondi prende circa la remunerazione dei quotisti, si indaga sugli indici di performance e i dividendi di un campione di fondi. Il capitolo si apre con una descrizione della composizione del campione analizzato (*paragrafo 4.2*) a cui segue un'esposizione e spiegazione delle variabili oggetto di studio, dei metodi e dei procedimenti utilizzati (*paragrafo 4.3*).

Infine, si provvede all'illustrazione dei risultati emersi e delle loro implicazioni (*paragrafo 4.4*).

4.2 Il campione

L'indagine empirica ha riguardato 20 fondi immobiliari italiani, i principali aderenti al Gruppo fondi immobiliari creato da Scenari Immobiliari nel 2001. Nel campione sono inclusi solo quei fondi attivi nel 2015, dei quali sono disponibili all'interno del database di Scenari Immobiliari i dati necessari all'analisi, per l'intero orizzonte temporale di riferimento (*Tabella 7*).

Tabella 7: Carta d'identità del campione

Carta d'identità del campione al 31/12/201						
N°	Nome del fondo	SGR di appartenenza	Tipologia		N° quote	Durata totale (anni)
			In base ai sottoscrittori	Modalità di costituzione		
1	Alpha	IDeA FIMIT Sgr Spa	Retail	Ad apporto pubblico	103.875	15
2	Amundi RE Europa	Amundi RE Italia Sgr Spa	Retail	A raccolta	84.853	15
3	Amundi RE Italia	Amundi RE Italia Sgr Spa	Retail	A raccolta	66.679	15
4	Atlantic 1	IDeA FIMIT Sgr Spa	Retail	Ad apporto pubblico	521.520	7
5	Atlantic 2	IDeA FIMIT Sgr Spa	Retail	Ad apporto privato	600.003	7
6	Bela	IDeA FIMIT Sgr Spa	Retail	Ad apporto pubblico	268.474	9
7	BNL Portfolio Immobiliare	BNP Paribas REIM Italy Sgr	Retail	A raccolta	122.000	10
8	Delta	IDeA FIMIT Sgr Spa	Retail	A raccolta	2.105.323	8
9	Estense Grande Distribuzione	BNP Paribas REIM Italy Sgr	Retail	A raccolta	82.200	10
10	Fedora	Prelios Sgr	Riservato Inv. Istituz.	Ad apporto privato	711	6
11	Immobiliare Dinamico	BNP Paribas REIM Italy Sgr	Retail	A raccolta	1.454.927	15
12	Immobiliarium 2001	Investire Sgr Spa	Retail	A raccolta	26.000	15
13	Invest Real Security	Investire Sgr Spa	Retail	A raccolta	56.400	10
14	Obelisco	Investire Sgr Spa	Retail	A raccolta	68.800	10
15	Polis	Polis Fondi Sgr	Retail	A raccolta	129.000	12
16	Securifondo	Investire Sgr Spa	Retail	A raccolta	60.000	15
17	Tecla fondo uffici	Prelios Sgr	Retail	Ad apporto privato	646.590	7
18	Unicredito immobiliare uno	Torre Sgr	Retail	A raccolta	160.000	15
19	Valore Immobiliare Globale	Castello Sgr	Retail e investitori istituzionali	A raccolta	30850	15
20	Investietico	Aedes B.P.M. Real Estate Sgrpa	Retail e investitori istituzionali	A raccolta	61504	10

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Scenari Immobiliari

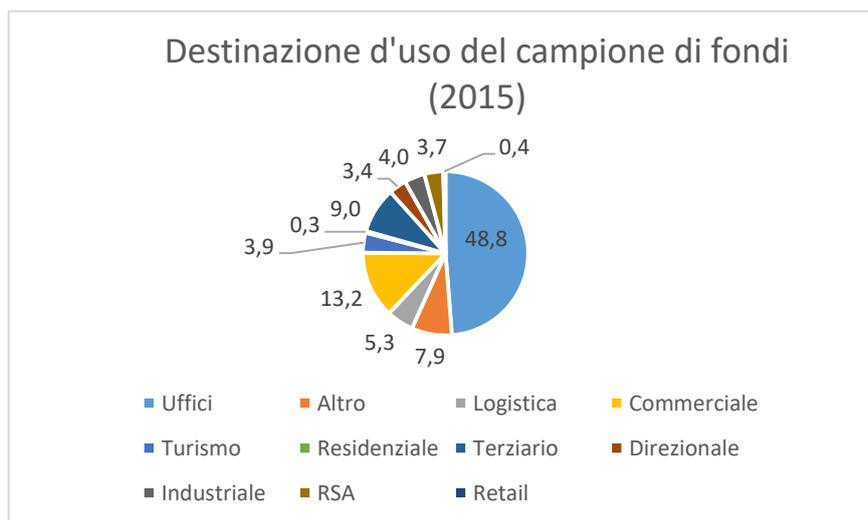
Il campione rappresenta il 7,3% del totale dei fondi attivi nel 2015, che secondo *Assogestioni* sono 274. I fondi in analisi sono 17 di tipo *retail*, 1 riservato a investitori qualificati e 2 fondi sia istituzionali

che *retail*. Per quanto riguarda la modalità di costituzione, 14 fondi prevedono la sottoscrizione delle quote “a raccolta”, gli altri 6 sono ad apporto, di cui 3 ad apporto pubblico e 3 ad apporto privato.

La durata totale, al 31 dicembre 2015, è in media di 11 anni. I fondi con maggiore durata sono Alpha, Amundi Re Europa, Amundi Re Italia, Immobiliare Dinamico, Immobilium 2001, Securfondo, Unicredito Immobiliare Uno e Valore Immobiliare Globale (15 anni). Il fondo con vita più breve è Fedora, il quale ha una durata di 6 anni. Tali fondi appartengono a 9 Sgr diverse, in particolare Idea Fimit Sgr Spa detiene ben 5 fondi. Il numero medio delle quote che costituiscono i fondi è più di 322 mila, con Fondo Delta che ha il numero maggiore di quote che lo compongono (2.105.323) e il fondo Fedora il numero minore (711).

La destinazione d’uso degli immobili di tali fondi, coerentemente con le stime di mercato, investe per lo più in uffici (48,8%) e nel settore commerciale (13,2%) (*Grafico 22*).

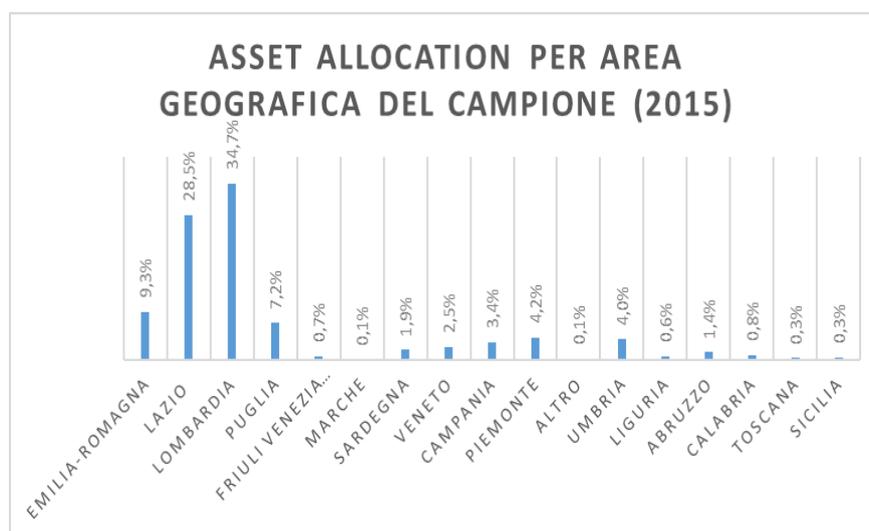
Grafico 22: Destinazione d'uso del campione di fondi



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Scenari Immobiliari

Dal punto di vista geografico, gli investimenti immobiliari dei fondi in analisi sono localizzati prevalentemente in Lombardia (35%) e Lazio (29%). Le attività del campione sono quasi totalmente assenti in Marche, Toscana, Sicilia e estero (Grafico 23).

Grafico 23: Asset allocation per area geografica del campione di fondi



Fonte : Elaborazione dell'autore su dati Scenari Immobiliari

4.3 La metodologia

L'obiettivo di questo studio è determinare le variabili che influenzano la distribuzione dei dividendi dei fondi immobiliari in Italia. A tal fine, per ciascuno dei fondi inclusi nel campione, è stato calcolato per ogni anno, dal 2009 al 2015, il tasso di distribuzione degli utili o *Payout ratio*, in formule:

$$Payout\ ratio = \frac{Utili\ distribuiti}{Net\ Income} \quad (1)$$

dove si considerano i proventi e i rimborsi distribuiti ai sottoscrittori nell'anno in esame (*Utili distribuiti*) rispetto al risultato di gestione dello stesso esercizio al netto di oneri finanziari e imposte (*Net Income*). Ipotizziamo che la teoria dei costi di agenzia sia applicabile ai fondi immobiliari, cioè che esista un'asimmetria informativa tra gli azionisti e i *managers*, che costringa gli investitori a sostenere costi di monitoraggio e a basarsi sui dati di mercato reperibili per fare le proprie valutazioni circa l'investimento. In quest'ottica i dividendi distribuiti costituiscono un segnale che il management dà al mercato circa le aspettative sull'andamento futuro del fondo. Ma non sempre tale segnale è attendibile, dal momento che gli amministratori potrebbero essere incentivate a distribuire utile anche da motivazioni diverse dalla prospettiva di futuri guadagni (ad esempio commissioni basate sui ritorni totali delle quote). Dunque, l'investitore potenziale o l'azionista valutano il proprio investimento attraverso le informazioni sulla performance del fondo reperibili dall'esterno, confrontandole con i proventi e i rimborsi distribuiti. Un indice di performance incluso nel modello di analisi è il ROA (Return on Assets), ovvero il rapporto tra il Risultato lordo di gestione caratteristica (anche detto EBIT) e il totale dell'attivo nell'anno di riferimento. In formule:

$$ROA = \frac{EBIT}{Attività\ totali} \quad (2)$$

Ipotizzando che un fondo abbia un tasso di distribuzione degli utili inferiore quando la performance in passato sia stata positiva e che

essa stessa basti come garanzia agli azionisti, si presuppone che il ROA dovrebbe influenzare negativamente il *pay out ratio*.

La seconda *proxy* esaminata per la performance dei fondi è la “Q di Tobin”, ovvero il rapporto tra il valore di mercato, del capitale e del debito del fondo, e il costo di sostituzione delle attività. Questo indicatore è utilizzato per individuare i sovrainvestimenti, in particolare un valore di Q minore di uno indica che l’impresa stia investendo eccessivamente in progetti con VAN negativo, al contrario un valore superiore all’unità indicherebbe che l’impresa stia compiendo pochi investimenti. Tale indice è di difficile calcolo a causa delle numerose approssimazioni necessarie alla stima del valore di mercato e ancor più dei costi di rimpiazzamento dell’attivo. In formule:

$$Q \text{ di Tobin} = \frac{NAV}{Attività \text{ totali}} \quad (3)$$

Si è scelto di approssimare il valore di mercato del fondo con il Net Asse Value (NAV) di ogni fondo, Tale indice costituisce la differenza tra l’attivo e il passivo di bilancio di un fondo immobiliare, valutata semestralmente sulla base di stime di valore fornite da esperti indipendenti (periti esterni) incaricati dal fondo medesimo. Al denominatore si è posto il valore delle attività totali nell’anno in esame, come approssimazione dei costi di sostituzione dell’attivo. Date le supposizioni fin qui svolte, in corrispondenza di un valore basso della Q di Tobin, ovvero di un fondo che sia in sovrainvestimento, i dividendi distribuiti dovrebbero essere superiori per ridurre i corrispondenti costi di agenzia.

Si esamina, inoltre, la relazione del *pay out ratio* con il *tasso di crescita delle attività*, cioè il rapporto tra attività totali correnti rispetto a quelle dell'anno precedente. In formule:

$$\text{Assets growth rate} = \frac{\text{Attività totali in } t}{\text{Attività totali totali in } (t - 1)} \quad (4)$$

L'ultimo indice di valutazione della performance che si utilizza è la leva finanziaria, ovvero il rapporto tra debito e attività dell'esercizio, in formule:

$$\text{Rapporto di leverage} = \frac{\text{Debiti a lungo termine}}{\text{Attività totali}} \quad (5)$$

Un elevato livello di indebitamento dovrebbe consentire al fondo di disporre di maggiori risorse per investire e remunerare i quotisti, e quindi avere un impatto positivo sul tasso di distribuzione dei dividendi.

Per verificare come le variabili sopra descritte influenzino il *payout ratio*, si è effettuata un'analisi di regressione lineare. Il modello usato è sintetizzato dalla equazione (6), sotto la quale, tra le parentesi, è indicato il segno atteso di ogni variabile indipendente.

$$\text{Payout ratio} = f(\text{ROA}, Q \text{ di Tobin}, \text{Asset growth rate}, \text{Debito/Attività}) \quad (6)$$

(-) (-) (-) (+)

Il tasso di distribuzione dei dividendi e dei rimborsi (*payout ratio*) usato nell'equazione è determinato secondo la formula standard evidenziata nell'equazione (1) ma, dal momento che i molti fondi presentano risultati di gestione negativi durante il periodo di osservazione, per non alterare l'analisi svolta si è considerato al

denominatore il *net income* in valore assoluto, anziché prenderlo con il suo segno. Dunque, i valori del *payout ratio* raccolti non sono sempre compresi tra 0 e 1 ma talvolta superano anche di molto l'unità, perché i fondi in esame hanno distribuito utili anche durante gli esercizi in cui il loro risultato di gestione è stato negativo. Le altre variabili della regressione sono calcolate secondo le modalità esplicitate nelle equazioni (2)-(5). Nella *Tabella 8* si riporta una sintesi delle statistiche delle variabili in esame del campione di fondi studiato. Il *payout ratio* del campione in media è stato sempre superiore all'unità, in particolare è cresciuto di circa 10 volte dal 2014 al 2015, il fondo che ha distribuito di più è stato Valore immobiliare globale che nel 2015 ha registrato una perdita netta di esercizio di 0,2 milioni di euro e ha distribuito ai suoi azionisti, tra dividendi e rimborsi, 16,6 milioni di euro. Il Return on assets medio dei fondi esaminati ha avuto valore positivo fino al 2011, in cui ha raggiunto lo zero. Dal 2012 al 2015 ha assunto segno negativo e dimensione quasi costante di pochi decimi sotto lo zero. Il ROA medio più alto si è registrato nel 2010 (0,04) in cui il ROA massimo è stato quello del fondo Fedora che ha raggiunto il 20%. Il rapporto di *leverage* ha registrato un andamento altalenante ma sempre prossimo allo 0,20, con una media massima di 0,25 nel 2009 e una media minima di 0,16 nel 2015. La Q di Tobin, invece, è cresciuta progressivamente ed è passata da un valore medio dello 0,73 nel 2009 allo 0,81 nel 2015. Il tasso di crescita delle attività ha registrato il suo valore medio più elevato nel 2010 (1,82) anno in cui il fondo il cui attivo ha avuto l'incremento maggiore è stato Fedora con un *asset growth rate* di 18.

Tabella 8: Statistiche delle variabili della regressione

Statistiche riassuntive delle variabili della regressione								
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Payout ratio	Media	4,70	4,57	3,43	1,89	3,25	1,80	10,49
	Dev.Standard	9,22	10,25	4,44	2,59	4,68	3,42	23,27
	Min	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Max	31,00	45,29	17,89	8,34	14,00	14,01	83,25
Return on assets	Media	0,01	0,04	0,00	-0,01	-0,01	-0,04	-0,02
	Dev.Standard	0,05	0,04	0,04	0,02	0,05	0,08	0,06
	Min	-0,05	0,00	-0,14	-0,05	-0,18	-0,21	-0,15
	Max	0,17	0,20	0,06	0,03	0,05	0,08	0,06
Rapporto Debito/Attività	Media	0,25	0,23	0,22	0,21	0,20	0,18	0,16
	Dev.Standard	0,15	0,16	0,17	0,18	0,18	0,18	0,18
	Min	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Max	0,52	0,52	0,53	0,54	0,56	0,55	0,57
Q di Tobin	Media	0,73	0,74	0,75	0,76	0,78	0,80	0,81
	Dev.Standard	0,16	0,16	0,17	0,19	0,18	0,18	0,19
	Min	0,46	0,46	0,44	0,43	0,41	0,42	0,41
	Max	1,00	0,99	1,00	1,00	1,00	0,99	1,00
Asset growth rate	Media	0,97	1,82	1,21	0,95	0,93	0,86	0,86
	Dev.Standard	0,10	3,81	1,27	0,14	0,12	0,18	0,10
	Min	0,78	0,82	0,68	0,78	0,61	0,50	0,62
	Max	1,20	18,00	6,60	1,50	1,28	1,24	1,04
Dimensione del campione	20	20	20	20	20	20	20	20

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Scenari Immobiliari

4.4 I risultati

Nella Tabella 9 sono rappresentati i risultati della regressione lineare del tasso di distribuzione dei dividendi per ogni anno, dal 2009 al 2015. Il *Return on assets* presenta il segno atteso soltanto una volta in sette anni di osservazione. Tale risultato non supporta l'ipotesi secondo cui, quando la performance di impresa è buona, non è necessario distribuire ingenti quantità di dividendi agli investitori. Anche la Q di Tobin non sembra essere una variabile che influenzi la politica di remunerazione dei quotisti, infatti soltanto due dei sette coefficienti si manifestano il segno atteso. L'*asset growth rate*, invece, presenta coefficienti con segno negativo, come da ipotesi, per 5 degli anni in esame. Tale evidenza porta a ritenere che sia possibile che i fondi con tassi di crescita dell'attivo migliori tendano a trattenere gli utili conseguiti per l'autofinanziamento. Infine, anche

il rapporto di *leverage* presenta, in 6 casi su 7, coefficienti coerenti con le attese. Quest'ultimo risultato rafforza l'ipotesi precedente, ovvero i fondi immobiliari che sfruttano la leva finanziaria sono in grado di pagare più proventi.

Tabella 9: Risultati regressione lineare

Regressione lineare del payout ratio							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Costante							
Coefficiente	0,11	-8,88	118,49	-11,90	87,41	-8,83	-5,98
Dev. Standard	85,50	91,15	20,57	20,14	27,25	20,22	77,95
Return on assets (-)							
Coefficiente	40,69	-157,55	27,27	40,14	45,64	4,35	217,40
Dev. Standard	60,87	132,60	16,28	32,32	17,68	12,47	105,61
Rapporto Debito/Attività (+)							
Coefficiente	50,48	21,65	-119,66	21,27	-76,04	4,17	104,88
Dev. Standard	99,51	91,09	21,20	20,74	27,19	20,90	109,72
Q di Tobin (-)							
Coefficiente	43,35	17,61	-117,29	17,37	-67,63	9,58	146,82
Dev. Standard	97,15	92,97	21,28	21,31	26,57	21,05	107,69
Asset growth rate (-)							
Coefficiente	-41,03	1,30	-0,213345	-4,00	-17,08	2,84	-132,97
Dev. Standard	27,79	1,57	0,52	4,73	6,87	5,59	75,80
R ²	0,14	0,12	0,71	0,28	0,55	0,15	0,31
Dimensione del campione	20	20	20	20	20	20	20

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Scenari Immobiliari

4.5 Conclusioni

Questo capitolo ha esaminato la politica di remunerazione dei quotisti di un campione di 20 fondi immobiliari italiani, partendo dalle ipotesi della Teoria dell'agenzia per verificarne la validità nell'ambito di questo tipo di fondi. I risultati raccolti supportano solo in parte le inferenze di partenza, in quanto solo due dei quattro indici di *performance* osservati hanno manifestato l'andamento atteso. Non è chiaro, dopo questa indagine, se la distribuzione degli utili sia determinata dall'esistenza di costi di agenzia e se elevati tassi di

distribuzione dei proventi siano preferiti dai partecipanti per il fatto che possono essere investiti nel *monitoring* dell'operato dei gestori dei fondi.

5. Conclusioni

Il presente lavoro si è posto l'obiettivo di illustrare le dinamiche, le particolarità, la composizione, i *trend* riguardanti il mercato dei fondi immobiliari italiani al fine di comprendere come essi effettuino le loro scelte in tema di distribuzione dei proventi ai partecipanti. Si è parlato di fondi immobiliari nelle loro diverse tipologie e della normativa vigente. Per questi strumenti finanziari il regime fiscale risulta agevolato poiché essi non sono soggetti alle imposizioni sui redditi, all'IRAP (gravanti sui partecipanti) e all'IVA (che grava invece sulle Società di gestione del risparmio che se ne occupano). Grazie anche al trattamento favorevole da parte del legislatore, il mercato dei fondi immobiliari si è sviluppato in maniera rapida e incisiva ed ora occupa circa il 3% dell'industria italiana del risparmio gestito. Alla prima apparizione del fondi sul mercato gli investitori sembravano essere interessati soprattutto a investimenti di tipo *retail*, oggi, invece, il 91% del mercato è costituito da fondi riservati a investitori istituzionali per lo più con modalità di costituzione ad apporto. L'*asset class*, oggetto di maggiore investimento, è quella degli uffici, seguita dal settore commerciale e residenziale. Il numero di SGR operanti in ambito immobiliare è cresciuto nel tempo, e nel 2015, sono 22 quelle attive, secondo Assogestioni. Per quanto riguarda la remunerazione corrisposta ai quotisti, la maggior parte dei fondi adotta politiche di redistribuzione degli utili; i proventi e rimborsi complessivamente distribuiti manifestano un trend annuale di crescita. Nell'ultimo capitolo si è cercato di indagare sulle variabili determinanti tali scelte degli amministratori, cercando in particolar modo di capire se i dividendi

costituiscono un modo per attirare gli investitori. Quest'ultimi, vedendosi remunerati, riuscirebbero a sostenere costi di monitoraggio, che altrimenti disincentiverebbero l'investimento in fondi immobiliari. L'indagine si è svolta su un campione di 20 fondi immobiliari italiani, i cui dati sulla distribuzione dei proventi, sulla loro situazione patrimoniale e reddituale sono stati reperiti sulle relazioni periodiche di Scenari Immobiliari. Seguendo le linee di uno studio effettuato sui REITs statunitensi effettuato da Wang, Erickson e Gau nel 1993, si è calcolato il tasso di distribuzione annuo degli utili di ogni fondo del campione e degli indici di performance dal 2009 al 2015 per confrontarne i valori. Si è costruita una regressione lineare statistica per verificare le correlazioni tra ciascun indice e il tasso di distribuzione dei proventi. I risultati sono stati poco soddisfacenti e soltanto due delle variabili esaminate si sono rivelate essere coerenti con le ipotesi fatte. Non risulta chiaro, dunque, se vi sia un movente legato ai costi di agenzia, nelle decisioni inerenti la remunerazione dei quotisti prese dal management dei fondi immobiliari. Il mercato dei fondi è destinato ulteriormente a evolversi in funzione della nascita e dello sviluppo delle Siiq introdotte con la legge 27 dicembre 2006, n. 296 che si pongono come strumento alternativo di investimento immobiliare indiretto in Italia (Cervone e Mainetti, 2008). Il numero di Siiq nel mercato italiano è ancora molto limitato ma, in prospettiva, tale strumento potrebbe rappresentare un'alternativa di investimento per gli operatori e potrebbe risultare interessante studiare le differenze di performance e di strategia di investimento che potranno caratterizzare le due soluzioni di investimento immobiliare diretto disponibili sul mercato italiano (Gibilaro, Mattarocci e Moro, 2015).

Bibliografia

Agenzia delle entrate (2012), Circolare n. 2/E del 15 febbraio 2012.

Assogestioni (semestri dal 2003 al 2015), Rapporto Semestrale sui fondi immobiliari italiani.

Banca d'Italia (2001), Lettera 9 luglio 2001, n.23124.

Banca d'Italia (2005), Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

Cacciamani (2012), I fondi immobiliari ad apporto specializzati, Egea, Milano.

Casertano (2011), Finanza real estate. Il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, Cedam.

Consob, Banca d'Italia (2007), Regolamento congiunto.

Consob (1999), Delibera n.11971 del 14 maggio 1999.

Consob (2007), Delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007.

Giannotti C.(2006), “La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione”, Egea, Milano.

Giannotti C., Mattarocci G.(2008), “I fondi immobiliari: tipologie, disciplina e leva finanziaria”, in C. Cacciamani (a cura di), Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare Egea, Milano.

Giannotti C., Mattarocci G. (2014), “La redditività e l’efficienza delle Sgr immobiliari”, in Bancaria, vol. 69, n. 10, Special Issue, pp. 32-36.

Gibilaro G., Mattarocci G., Moro F. (2015), “L'esperienza dei fondi immobiliari in Italia: mercato, vigilanza e normativa”, in *Bancaria*, vol.71, n.7-8, pp. 49-62.

Herfindahl O.C. (1950), *Concentration in U.S. Steel Industry*, Columbia University, mimeo.

Hirschman A.O. (1945), *National Power and the Structure of Foreign Trade*, University of California Press, Berkeley.

Hoesli M., Morri G. (2010), *L'investimento immobiliare. Mercato, valutazioni, rischio e portafoglio*, Hoepli, Milano.

Scenari immobiliari (anni dal 2009 al 2016), *I fondi immobiliari in Italia e all'estero*.

Speranza M. (2008), “I veicoli immobiliari: aspetti tributari”, in C. Cacciamani (a cura di), *Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare*, Egea, Milano.

Wang K., Erickson J., Gau G.W. (1993), “Dividend policies and dividend announcement effects for real estate investment trusts”, in *Journal of American Real Estate and Urban Economics Association*, v. 21, 2, pp. 185-201.

Siti consultati

www.asogestioni.it

www.scenari-immobiliari.it

www.bancaditalia.it

www.agenziaentrate.gov.it