



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Real Estate Finance

IL RETAIL REAL ESTATE: IL FONDO
IMMOBILIARE COME DRIVER D'INVESTIMENTO

RELATORE

PROF. Casertano Gaetano

CANDIDATO

Tanese Arcangelo

MATR.

677591

CORRELATORE

PROF. Barone Emilio

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

*Ai miei genitori,
ai miei fratelli,
ad Angela.*

INDICE

Introduzione.....	6
--------------------------	----------

Capitolo 1. LA STRUTTURA DEL MERCATO IMMOBILIARE

1.1 Introduzione.....	8
1.2 I quattro quadranti del mercato	10
1.2.1 Property market.....	11
1.2.2 Asset market.....	13
1.2.3 Developement	16
1.2.4 Stock adjustment	18
1.2.5 Il modello completo	19
1.3 Gli scenari di mercato: destinazioni e usi.....	21
1.3.1 Le caratteristiche del mercato Italiano	23
1.4 Le prospettive di investimento	25
1.5 Tecniche di valutazione e criteri reddituali e finanziari	41
1.5.1 Developement Replacement Cost	45
1.5.2 Market Comparison Approach.....	47
1.5.3 Il rischio e il limite del MCA.....	48
1.5.4 Metodi reddituali e finanziari.....	49

Capitolo 2. L'ASSET CLASS RETAIL NEL REAL ESTATE

2.1 Introduzione.....	54
2.2 Conoscere il mercato retail	54
2.3 La Retail Concentration.....	56
2.4 Overview sul mercato: dal post-crisi al presente.....	60
2.4.1 Il mercato Italiano	64
2.5 Comprendere l'“ecosistema” dei Retail Real Estate Investments	67

2.5.1 Fondamenti del mercato immobiliare commerciale	67
2.5.2 Immobiliare: la migliore classe di asset.....	69
2.5.3 Classificazione real estate assets e logiche d’investimento	73
2.6 La Value Allocation nei Shopping Centres	75
2.6.1 Il comportamento dei consumatori e la vendita al dettaglio	76
2.6.2 Il Valore Immobiliare e Valore Immateriale	76
2.6.3 Separare il valore immobiliare dal valore immateriale nei centri commerciali.....	76
2.7 Il Futuro del Retail	78
2.8 I soggetti operanti nel mercato real estate: i fondi immobiliari retail.....	81
2.8.1 Il quadro normativo di riferimento	81
2.8.2 I fondi comuni di investimento	83
2.8.3 I fondi immobiliari.....	85
2.8.4 La funzione economica dei fondi immobiliari.....	88
2.8.5 Le diverse tipologie di fondi immobiliari	89
2.8.6 I soggetti coinvolti nella gestione dei fondi immobiliari	93
2.9 Il ruolo del Retail nel mercato dei fondi immobiliari.....	101

Capitolo 3. MODALITA’ OPERATIVE DI INVESTIMENTO NEL COMPARTO RETAIL / SHOPPING CENTRES: IL FONDO IMMOBILIARE

3.1 Introduzione.....	105
3.2 La società di gestione del risparmio	106
3.2.1 L'autorizzazione all'esercizio dell'attività e le funzioni di garanzia della pubblica vigilanza	107
3.3 Fondi comuni di investimento. Organizzazione e forme di attività di gestione ..	109
3.3.1 Le attribuzioni della Sgr in regime di attività: quote di partecipazione e diritti dei partecipanti.....	110
3.3.2 Il regolamento del fondo comune: la disciplina dei contratti d’investimento e le modalità di appello al pubblico risparmio	112
3.4 I Fondi Comuni di Investimento tra soggetto e oggetto di diritto.....	114

3.4.1 Analisi del rapporto fondi-SGR	116
3.4.2 Inquadramento normativo del fenomeno	117
3.4.3 Attività e funzione.....	119
3.4.4 SGR promotrice e/o gestore.....	121
3.4.5 Trasferimento di un immobile tra fondi della medesima SGR.....	123
3.4.6 Fondo e soggettività. Il fondo come sintesi di una disciplina.....	124
3.5 Un caso pratico: La SGR come gestore del Fondo immobiliare Retail Alfa.....	127
3.5.1 Caratteristiche del fondo	128
3.5.2 Portafoglio immobiliare: Asset Database	132
3.5.3 Funzionamento del fondo e analisi economico finanziaria.....	139

Conclusione	151
--------------------------	------------

Bibliografia	156
---------------------------	------------

INTRODUZIONE

Il mercato del Real Estate è uno scenario in rapida e complessa evoluzione. In pochi anni è osservabile come questo settore abbia subito radicali trasformazioni sia per quanto concerne le metodologie di approccio al variegato mondo del comparto immobiliare, sia per quanto riguarda gli attori in gioco, nazionali e internazionali, che oggi competono in un settore che sempre più condiziona l'economia a livello nazionale. Le sperimentazioni di enti privati sono state le prime applicazioni di metodologie concettuali inizialmente collaudate nei mercati anglosassoni, i primi a mettere in pratica il passaggio dalla logica patrimoniale a quella reddituale. Solo successivamente il settore pubblico, si è avvicinato ad un modello di gestione del patrimonio edilizio che mirasse non più alla "difesa del valore" dell'immobile, ma alla sua messa a reddito e alla razionalizzazione e commercializzazione allo scopo di trarne un reddito.

Il filo conduttore che guida la selezione e lo sviluppo degli argomenti, muove proprio da questa logica: guardare ad un investimento *real estate* in chiave reddituale abbandonando l'idea conservativa.

Così, il primo dei tre capitoli, in cui è suddiviso il saggio, presenta al livello generale il mercato, individuando un modello economico elaborato dalla dottrina a carattere generale (sviluppato da Jeffrey Fisher dell'Indiana University, Denise DiPasquale di Harvard e William C. Wheaton del MIT) che risponde ad moderno bisogno di studio dei fenomeni economici attraverso la costruzione di modelli basati sull'analisi matematica. La trattazione dei metodi reddituali e finanziari di valutazione, a conclusione del capitolo, rende l'idea di come i criteri di attualizzazione possano essere applicati alla valutazione dei beni immobiliari e quali effetti ciò comporti sulla stima di valore, dunque sugli investimenti e quindi su struttura e dinamica del mercato.

Il secondo capitolo restringe l'orizzonte, centrandosi su quello che sarà il vero soggetto della presente analisi: *i fondi immobiliari retail*.

In collegamento all'idea di fondo di trattazione del bene immobiliare come oggetto capace di generare reddito, verrà presentata un'analisi per dimostrare come non solo il mercato *real estate* possa generare alti rendimenti, ma come questo sia (anche a fronte di costi iniziali molto alti) preferibile ad altre forme d'impiego.

Verrà così introdotto il settore *retail*, analizzando le proprietà e i fattori che riescono a dare, all'interno di un mercato così variegato, quei vantaggi competitivi tramutabili in

fattori di successo. Un esempio è proprio la *value allocation* che non comporta solo la fedeltà della clientela, fornite strutture logistiche appropriate e avvantaggiando il *comparison approach*, ma determina un maggior ancoraggio dei *tenants*, aumentando il potere contrattuale degli *owners*. Successivamente si analizzeranno i veicoli attraverso i quali è possibile investire nel settore *retail*, con uno sguardo sui possibili gestori e non escludendo le nuove figure professionali, come il *developer*, l'*advisor*, il *project manager*, l'*asset manager*, che rispecchiano la crescente richiesta di nuove professionalità ad alta specializzazione in un mercato sempre più internazionalizzato e quindi che deve confrontarsi con investitori e competitor abituati ad operare in mercati molto più avanzati di quello italiano.

Giunta nella fase finale, il terzo capitolo, si analizzerà un caso pratico. Il caso in questione fa riferimento all'operatività del fondo immobiliare *retail* Alfa, dove estraendo i dati numerici, flussi di cassa e scegliendo come fattore di performance di confronto un *cap rate* arbitrario pari al 5% (dato scelto in quanto considerato questo valore numerico alto, in termini di performance), si cercherà di centrare l'obiettivo dell'idea di fondo propria del saggio: "*investire in un fondo immobiliare retail, può essere una forma d'impiego maggiormente remunerativa rispetto ad altre forme d'investimento*".

CAPITOLO 1

LA STRUTTURA DEL MERCATO IMMOBILIARE

1.1 Introduzione

Il libro III, Titolo I, Sezione II, art.812, del Codice Civile definisce i beni immobili come:

“il suolo, le sorgenti e i corsi d’acqua, gli alberi, gli edifici e le altre costruzioni, anche se unite al suolo a scopo transitorio, e in genere tutto ciò che naturalmente o artificialmente è incorporato al suolo. Sono reputati immobili i mulini, i bagni e gli altri edifici galleggianti quando sono saldamente assicurati alla riva o all’alveo e sono destinati a esserlo in modo permanente per la loro utilizzazione. Sono mobili tutti gli altri beni”

La qualifica di immobiliare si sovrappone all’ attributo “immobile” e al contempo si oppone all’ attributo “mobile”.¹

Il mercato immobiliare rappresenta il luogo fisico o virtuale, in cui si producono e si scambiano valori immobiliari – cioè beni immobili, servizi relativi o titoli rappresentativi di una quota di un patrimonio immobiliare – e dove si definisce il prezzo o valore di mercato del bene, avvenuto l’incontro tra la domanda e l’offerta di mercato.²

La costruzione di edifici destinati ai vari usi riflette una delle più originarie e insostituibili necessità umane: la creazione e l’impiego dello spazio vitale. Azione dell’uomo è quella di tentare di conformare a sé il territorio che lo circonda utilizzando le risorse a disposizione nella natura per minimizzare i rischi e i dispendi di una vita soggetta alle impervie delle forze naturali e massimizzare l’agio del risiedere in uno spazio, luogo di svolgimento delle attività, in linea con l’evoluzione sociale e tecnologica. In quest’ ottica, la fondamentale

¹La legge italiana definisce i beni mobili tutti i beni che non sono ricompresi nel novero dei beni immobili. Sono definiti come tali, in modo residuale, dall'art. 812, 3° comma del codice civile italiano.

² Qualora l’offerta sia determinata dalle istituzioni pubbliche, e dunque il prezzo delle opere sia stabilito unilateralmente tramite provvedimento legislativo o amministrativo, non è possibile parlare di mercato. Tali beni sono considerati ugualmente immobiliari con un valore economico.

caratteristica degli immobili - valori immobiliari – è quella di riguardare beni che hanno nel valore d’uso, il loro senso prioritario.

Sono beni di consumo in quanto soddisfano le esigenze di chi direttamente ne usufruisce, ma anche di quanti indirettamente si trovano condizionati dalla loro esistenza e funzionalità: “esternalità urbanistiche” che ogni immobile si trova inevitabilmente a produrre e a scontare, almeno in un certo raggio di prossimità.

La prima caratteristica che distingue i beni immobili come appartenenti ad un mercato specifico, è quella di essere al contempo beni di consumo e beni d’investimento. Oltre a rappresentare il luogo in cui dimorare o lavorare, un immobile può anche essere acquistato o posseduto o costruito, con lo scopo di essere poi rivenduto. Questa operazione finalizzata alla vendita, assegna al proprietario - investitore un guadagno in conto capitale (*capital gain*) dato dalla differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita; d’altra parte l’investitore può anche acquistare un immobile con lo scopo di trarne una rendita da locazione. Come elemento costituente il patrimonio di un agente economico, la rivalutazione di un immobile in un tempo successivo, può incrementare la ricchezza dell’agente apprezzando proporzionalmente il valore di mercato del proprio patrimonio. La caratteristica patrimoniale dei beni immobili è alla base del loro possibile impiego come *collateral*³, e del loro sfruttamento autonomo come beni d’investimento, al punto di arrivare a comporre un mercato economicamente assai significativo costituito da operatori, regole, convenzioni e tendenze proprie.⁴

Le caratteristiche che generalmente connotano il mercato immobiliare rispetto ad altri mercati reali e finanziari sono:

- *Eterogeneità*: ogni bene immobile è unico e irriproducibile. Quanto alle sue caratteristiche tecniche, al suo valore temporale e alla sua locazione ogni immobile è considerabile come un bene oggetto di esclusiva valutazione e come tale non è suscettibile di alcuna serialità o sostituibilità;⁵

³ Bene posto a garanzia per la contrazione di un prestito con un intermediario finanziario.

⁴ Questo valore relativo economicamente significativo dei beni immobili è ciò che manca ad altri beni reali per i quali non si viene a costituire un mercato autonomo al di fuori della loro produzione industriale.

⁵ Per ovviare a questo problema e alle sue ricadute sulla sua trattazione economica, alcuni economisti a partire da Muth (1960) hanno definito un immobile in termini di service units che possono essere estratte a partire dalle unità fisiche. In questo modo si tenta una standardizzazione dei prodotti immobiliari facendone un cluster fisicamente eterogeneo di servizi funzionalmente omogenei

- *Durabilità*: gli immobili durano generalmente più di ogni altro bene reale e possono sopravvivere spesso ad una quantità innumerevole di epoche tecnologiche e di cicli economici;
- *Rigidità*: i tempi di realizzazione dei beni immobili sono in genere molto elevati e questo genera una costante dilazione nel processo di aggiustamento dei prezzi in base all'incontro di domanda e offerta di mercato. Unitamente alle asimmetrie informative derivanti per lo più dalla eterogeneità e dagli alti costi di transazione, questa rilevante rigidità produce nel mercato immobiliare degli squilibri congiunturali che si riflettono sulla sua efficienza, quindi sulla trasparenza e sulla liquidità.

1.2 I quattro quadranti del mercato

Il modello economico base, per descrivere il mercato immobiliare, parte dal duplice carattere dei beni immobili: ossia di essere beni di consumo e beni di investimento.⁶

Il modello esegue una prima distinzione del mercato immobiliare in due differenti mercati:

- a. il mercato dello spazio (*property market*) in cui gli immobili sono considerati nella loro capacità di produrre utilità generata dalla disponibilità di spazio;
- b. il mercato degli investimenti (*asset market*) in cui gli immobili sono considerati nella loro capacità di produrre reddito, derivante dai canoni di locazione.⁷

Altri due aspetti del mercato immobiliare sono isolati dal modello e trattati come mercati in cui diversi fattori, definiti da una funzione che ne rappresenta l'andamento logico, si intersecano per definire univocamente un valore relativo determinato:

⁶ Il modello è stato presentato per la prima volta da Denise Di Pasquale e William C. Wheaton nel loro articolo "The Markets for Real Estate Assets and Spaces: A Conceptual Framework" pubblicato dal Journal of American Real Estate and Urban Economics Association nel 1992.

⁷ Non si tiene conto qui esplicitamente dell'investimento al fine della produzione di un capital gain sulla vendita, ma ciò non impatta sulla tenuta del modello. La vendita può essere considerata come l'opzione per cui l'investitore intende ottenere la liquidazione in un certo tempo di tutte le rate future attualizzate della rendita generabile dalla locazione dell'immobile.

- c. lo sviluppo immobiliare (*development*) ovvero il mercato primario in cui si stabilisce l'offerta di nuovi immobili;
- d. la negoziazione immobiliare (*stock adjustment*) ovvero il mercato secondario in cui si effettuano gli scambi e si determina la quantità di immobili esistenti in un dato momento (i nuovi immobili più gli immobili esistenti nel mercato).

Ogni aspetto è studiato in un quadrante nel quale vengono definiti le variabili, i parametri e le funzioni: l'analisi di questi quattro aspetti converge in una quadratura congiunta per cui i valori, determinati su ogni mercato, si condizionano reciprocamente in modo da esplicitare le relazioni e i processi dinamici che governano l'andamento del mercato immobiliare.

1.2.1 Property market

Il primo quadrante del modello analizza il mercato dello spazio, *property market*, relativo al possesso del bene, preconditione del suo utilizzo. Un immobile può essere utilizzato dagli individui per un uso personale (casa in cui risiedere), o può essere altrimenti adattato a fattore produttivo (uno stabilimento, un ufficio). In questo mercato, quindi, rientrano:

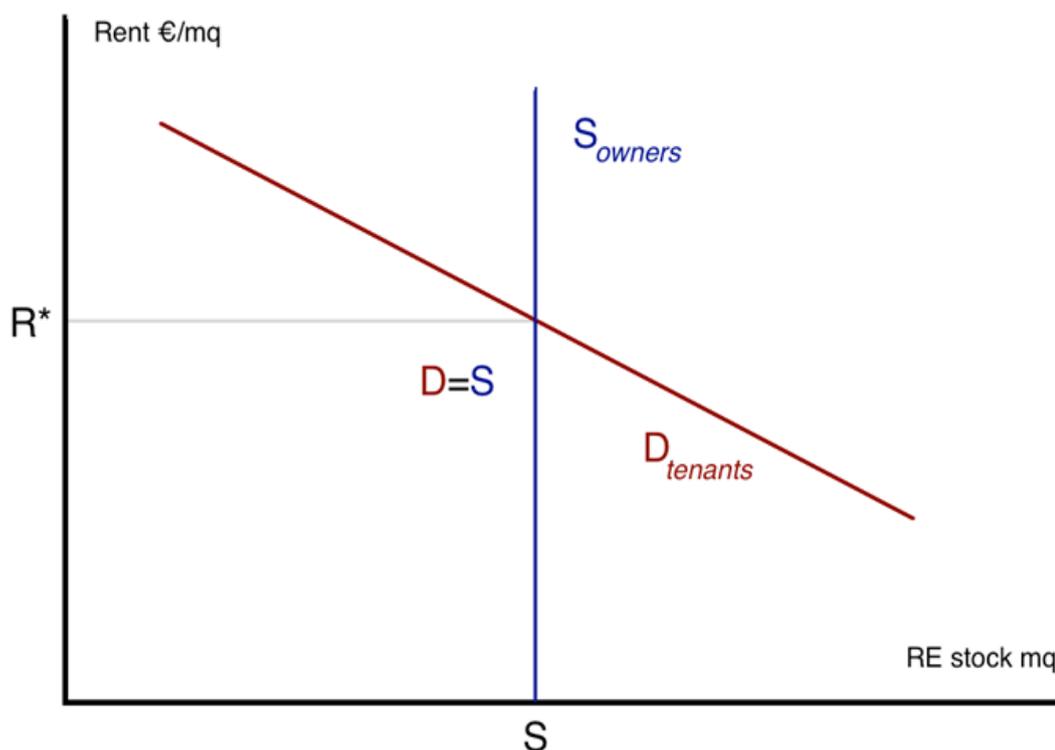
- i proprietari (*owners*) dell'immobile, che costituiscono l'offerta nel *property market*. Costoro, individui, imprese di costruzioni, società immobiliari, fondi d'investimento immobiliare, vendono il diritto all'utilizzo dell'immobile dietro la corresponsione di un canone (*rent*) che si configura per essi come un reddito da locazione;
- i locatari (*tenants*) dell'immobile, che costituiscono la domanda nel *property market*. I *tenants*, individui, famiglie, associazioni, aziende, corrispondono ai proprietari il canone, acquisendo il diritto all'utilizzo dell'immobile.⁸

L'incontro di domanda e offerta determina il prezzo dello spazio, cioè il canone di locazione (R^*), corrisposto dai *tenants* e percepito dagli *owners*.

Nel grafico che segue, la curva di domanda rappresenta la propensione media della popolazione ad acquisire spazio in funzione del prezzo (cioè del canone); l'elasticità della

⁸ Nei termini della giurisprudenza italiana, tale diritto è regolato dagli articoli 1571-1614 del Codice Civile ed è definito come il contratto col quale una parte, il locatore, si obbliga a far godere all'altra, il locatario, una cosa mobile o immobile per un dato tempo, verso un determinato corrispettivo. Quando la locazione ha per oggetto un bene produttivo si parla di contratto di affitto

curva di domanda va a relazionarsi con molteplici fattori quali demografici, macroeconomici, reddito disponibile nazionale, condizioni normative e fiscali, stabilità e tutela dei diritti reali di godimento, preferenze di consumo degli individui, propensione al risparmio, valore relativo attribuito al bene immobiliare e rappresenta la reattività della domanda alle variazioni di prezzo.



La posizione della curva di domanda è indice della propensione all'acquisto.

Nel caso in questione, con un'offerta fissa nel breve periodo spiegabile con la rigidità del mercato, una traslazione verso l'alto della domanda, quindi un aumento relativo della propensione al consumo di immobili da parte degli individui, si traduce nella disponibilità ad acquistare un determinato stock di spazio ad un prezzo più alto.

Come affermato in precedenza, la rappresentazione del *property market* nel modello trascura la compravendita immobiliare e considera soltanto la locazione.

Questa scelta lo rende "appropriato" al comparto commerciale ma difetta di rappresentatività in quello residenziale, dove il mercato della locazione è ancora poco sviluppato e le scelte di consumo degli individui vertono ancora sull'acquisto dell'immobile e dunque sulla rilevazione della proprietà.

1.2.2 Asset market

Nel mercato degli investimenti, l'*asset market*, si determina il valore dell'*asset* immobiliare. Attori in questo mercato sono gli investitori, privati ed istituzionali, che effettuano scelte d'investimento rivolte ai beni immobiliari: pertanto, il punto d'interesse è il valore dell'immobile oggetto di scelta.

Al modello, quindi, si va ad affiancare la teoria del valore di titoli finanziari la quale fornisce la definizione canonica per cui il valore di un *asset* è dato dalla somma dei redditi prospettici futuri generati dall'*asset* scontati ad un certo tasso di capitalizzazione (*cap rate*), che rappresenta in genere il costo medio ponderato del capitale impiegabile in investimenti alternativi e incorpora in sé il rischio di realizzazione dei redditi prospettici.

Un flusso di redditi scandito in un certo lasso temporale, si definisce rendita ed ogni occorrenza del reddito generato si chiama rata.

Il valore attuale di una rendita è calcolato con formule matematiche: possiamo prendere in considerazione il valore attuale di una rendita perpetua, le cui rate sono costanti e si susseguono nel tempo secondo le loro scadenze ma senza avere termine.⁹

Si può scrivere:

$$\text{Valore} = \frac{\text{Reddito}}{\text{Cap Rate}}$$

Il *Dictionary of Real Estate Appraisal* pubblicato dall'*Appraisal Institute* definisce il *Cap Rate* come:

“il tasso di capitalizzazione è un tasso di rendimento per una proprietà immobiliare che riflette la relazione tra le attese del reddito operativo netto di un singolo anno e il prezzo o valore

⁹La tecnica dell'attualizzazione, su cui si fonda in finanza la teoria della valutazione, passa per l'utilizzo delle sommatorie e dunque, per somme infinite o infinitesimali, di serie ed integrali. Strumenti tipici dell'analisi matematica di base.

La formula essenziale per il calcolo del valore attuale (nel discreto) è questa:

$$VA = \sum \frac{F_n}{(1+i)^n}$$

dove F è un flusso (di reddito o di cassa) al tempo n ed i è il tasso di attualizzazione.

Se vogliamo sapere quanto varranno in futuro al tempo n gli stessi flussi dobbiamo fare questo calcolo:

$$VF = F_n(1+i)^n$$

In questo caso VF è il valore futuro (detto anche montante) ed i si dice tasso di capitalizzazione.

totale della proprietà e viene utilizzato per convertire il reddito operativo in un'indicazione di valore totale della proprietà"

Tale definizione rivela la prospettiva per cui il tasso di capitalizzazione corrisponde ad un tasso di rendimento della proprietà immobiliare; operando sulla formula precedente, risulta evidente come il *cap rate* non sia altro che il rapporto tra il reddito generato dall'immobile e il valore dell'*asset*.

$$\text{Cap Rate} = \frac{\text{Reddito}}{\text{Valore Asset}}$$

L'utilizzo del metodo di valutazione basato sull'attualizzazione dei redditi prospettici è il *theoretical core* della finanziarizzazione del mercato immobiliare.

È un modo di guardare al valore economico di un bene immobile che ne guida l'assimilazione economica ad altri beni, di natura finanziaria, e apre la strada ad un'estensione anche istituzionale del mercato, il quale ha visto nell'ultimo decennio moltiplicarsi gli operatori specializzati nell'investimento in valori immobiliari.

L'*asset market* può essere inquadrato in un grafico la cui funzione, dipendente dal reddito (R) e dal *cap rate* (i), definisce il valore totale dell'*asset*, monetizzato nel prezzo (P).

Il reddito R (*rent*) è stabilito nel *property market* secondo la logica illustrata precedentemente.

Il *cap rate* è il coefficiente angolare della funzione di valore e dipende da diversi fattori, alcuni esogeni, esterni cioè al mercato immobiliare, e alcuni endogeni, interni al mercato. Nel suo significato economico è un indicatore del rischio di investimento, il quale sconta in relazione diretta il valore dell'investimento.

Possiamo classificare i fattori esogeni quali:

- *crescita attesa dell'economia*: la prospettiva di una crescita dell'economia, quindi di un aumento della domanda e dei prezzi, abbassa il rischio d'investimento;
- *andamento dei tassi d'interesse*: principalmente i tassi sui titoli di stato, rappresentativi in genere del *risk free rate* come soglia minima di riferimento per la valutazione del rischio di investimenti alternativi; ma anche i tassi interbancari, i coefficienti di riserva e gli altri parametri da cui deriva il livello dei tassi sul credito;

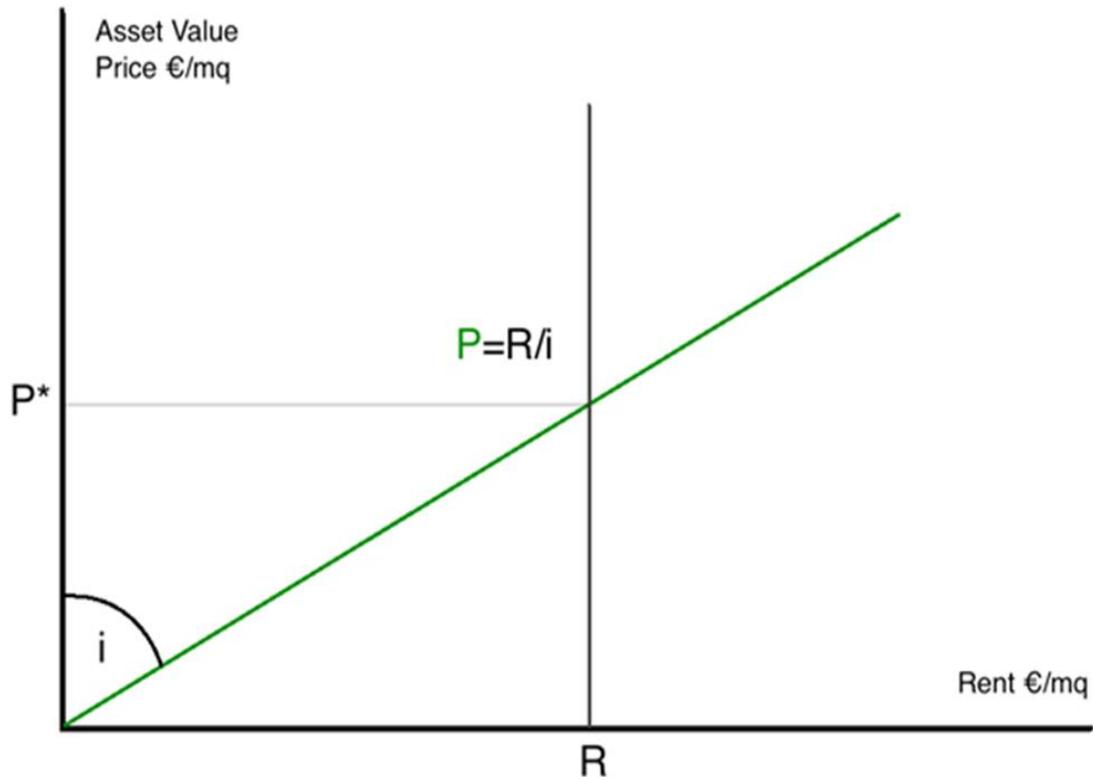
- *rischiosità delle attività finanziarie*: il *risk premium finanziario* indice della redditività minima attesa per investimenti in attività finanziarie non immobiliari.
- *gli oneri fiscali*: la previsione di un aggravio della pressione fiscale tanto sulla proprietà quanto sui proventi aumenta il rischio d'investimento;
- *inflazione*: non possedendo un valore cartolare nominale, a differenza dei titoli finanziari, gli *asset* immobiliari risentono meno del peso dell'inflazione.

Per di più un aumento dell'inflazione, riducendo il valore reale del debito, favorisce i mutuatari, incoraggiando in tal modo gli investimenti immobiliari, che impiegano in genere ampiamente il credito bancario.

Allo stesso modo possiamo andare ad individuare i fattori endogeni, che definiscono il *risk premium immobiliare*, cioè il rendimento minimo medio richiesto dagli investitori del settore:

- *aspettative di crescita dei canoni di locazione*: un previsto aumento dei redditi da locazione incoraggia gli investitori e riduce il premio per il rischio atteso;
- *rischiosità dei flussi di cassa*: i flussi generati dagli immobili possiedono una loro area intrinseca dipendente dalle condizioni della liquidità dei *tenants* e dall'affidabilità generale nei modi e nei tempi della percezione dei canoni;
- *lo stato dei singoli immobili*: le caratteristiche tecniche e funzionali degli immobili, il loro stato attuale e atteso di obsolescenza, le previsioni sulle preferenze dei *tenants* nel quadro del trend delle condizioni abitative e locative generali, impattano decisamente sul rischio di uno specifico investimento.

Un incremento del *cap rater* induce l'inclinazione della curva del valore: questo vuol dire che a parità di reddito generato il valore e quindi il prezzo dell'*asset* immobiliare decrescerà.



1.2.3 Development

Il settore dello sviluppo immobiliare vede protagonisti gli operatori del *real estate*, impegnati nella produzione di nuovi immobili o nella ristrutturazione/riqualificazione degli esistenti. Sono definiti *developers* le aziende che acquisiscono il terreno o la proprietà dell'immobile e portano a compimento la realizzazione di un nuovo immobile o la ristrutturazione di un immobile già esistente. Possono poi curare anche i processi di *due diligence*, progettazione ed edificazione ma spesso, commissionano tali fasi ad aziende o a professionisti che operano nei settori particolari. Il loro ruolo rimane pertanto quello di puri investitori, con l'obiettivo di valorizzare la proprietà rilevata in vista della vendita o della messa a reddito tramite locazione.

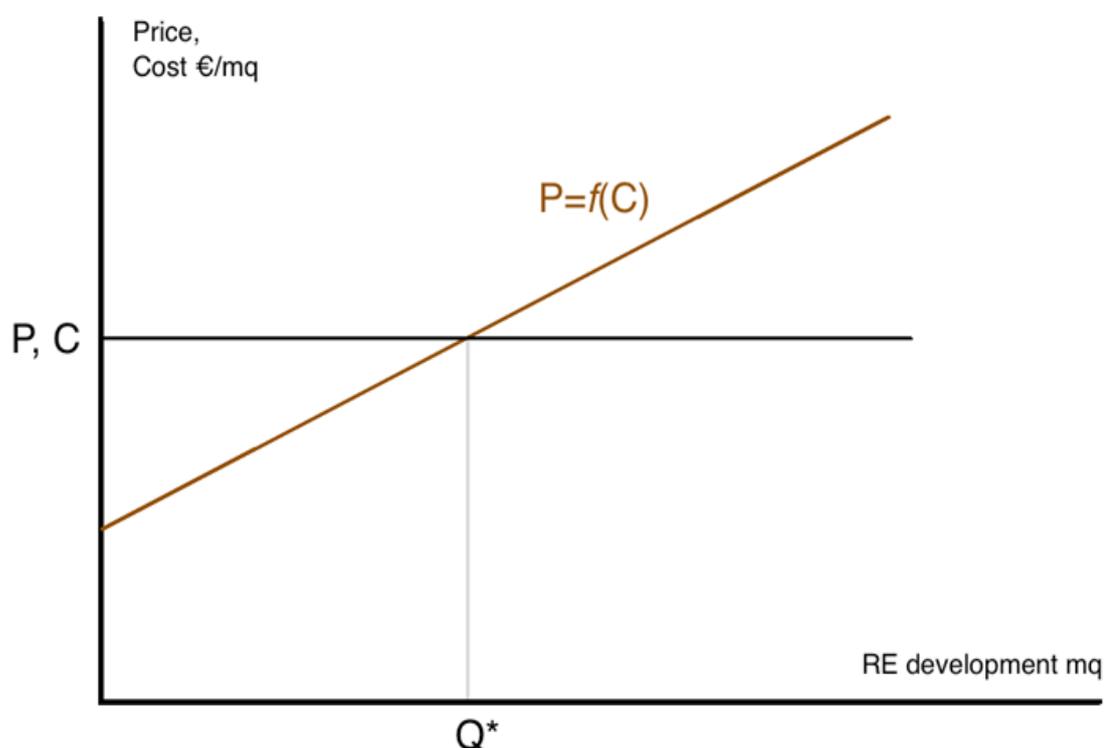
Al fine di inquadrare il settore dello sviluppo immobiliare, bisogna ricercare le basi logiche, con le quali si realizzano nuovi immobili o ristrutturazioni e sintetizzarle in una legge descrivibile nella forma di una funzione matematica.

La prima caratteristica è quella per cui i *developers* intraprendono nuovi progetti di sviluppo soltanto quando il costo complessivo di realizzazione è inferiore al valore di beni con caratteristiche simili, dai quali si può stimare il valore di mercato del bene oggetto di

realizzazione. Il costo considerato è un costo pieno e incorpora la remunerazione del lavoro imprenditoriale. Il margine è un extra-profitto che remunera il rischio specifico d'investimento.

Nel grafico cartesiano, l'asse delle ordinate rappresenta sia il costo che il prezzo unitario; sull'asse delle ascisse si trovano le unità di sviluppo immobiliare. La funzione allora fisserà il numero di unità di sviluppo (in mq) sulla base del prezzo stimato dell'immobile.

Questo prezzo coincide con il costo pieno unitario più il *risk premium richiesto* per investimenti immobiliari.¹⁰ I punti della curva allora sono tutti gli stati di equilibrio in cui il costo unitario e il premio per il rischio sono in una proporzione tale con il prezzo da incentivare i *developers* ad investire in nuovi progetti di sviluppo immobiliare.



Il grado di inclinazione positivo della curva riflette la propensione a realizzare nuovi investimenti di sviluppo data una certa stima del valore unendo il costo unitario di produzione più il margine di remunerazione del rischio.

¹⁰ Si può supporre che il risk premium sia in una relazione di dipendenza più che proporzionale con il prezzo. Vale a dire che all'aumentare del prezzo il risk premium aumenta più che proporzionalmente. Questa relazione rafforza l'incentivo all'investimento in nuovi progetti immobiliari

1.2.4 Stock adjustment

L'ultimo quadrante del modello passa dal mercato primario dello sviluppo, al mercato secondario della negoziazione di immobili esistenti. In questo settore si determina lo *stock* di immobili presenti in un dato momento: l'offerta del mercato immobiliare. Avviene così la chiusura del modello.

La variabile dipendente nell'ultimo quadrante diventa la variabile indipendente nel primo. Nel *property market* la nuova domanda di mercato incontra l'offerta per stabilire il prezzo per l'uso dello spazio, il *rent* da locazione, e avviare in tal modo un nuovo riequilibrio di tutti i valori fondamentali dell'intero mercato.

Definiamo il nuovo stock di immobili S ad un tempo $t+1$ secondo la relazione:

$$S_{t+1} = S_t - H + Q$$

dove Q rappresenta le nuove costruzioni sviluppate tra t e $t+1$ e H rappresenta le unità immobiliari (definite in mq) divenute obsolete e quindi escluse dal mercato.

Il modello considera le unità immobiliari divenute obsolete come una percentuale dello stock S .

In questo modo possiamo definire il tasso di obsolescenza attraverso il legame che unisce gli immobili esistenti e la quantità di immobili non più agibili:

$$H = dS$$

dove d rappresenta il tasso di obsolescenza.

Si può riscrivere così l'equazione principale:

$$S_{t+1} = S_t - dS + Q$$

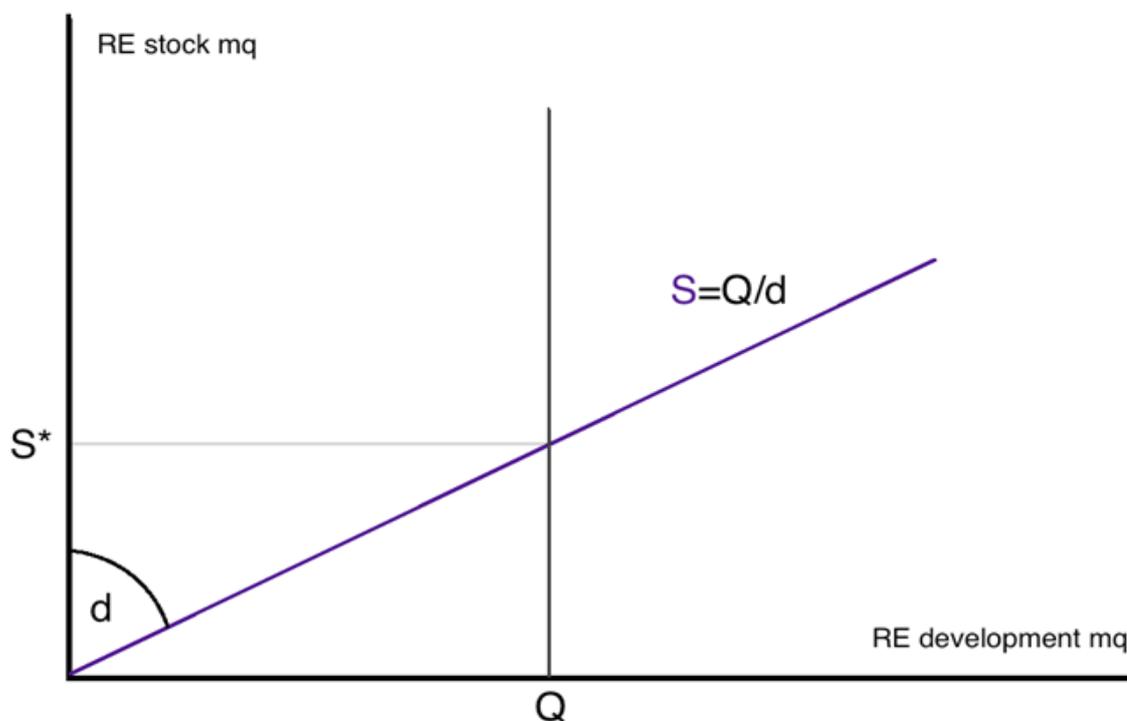
Ponendo l'assunzione di uno stato di equilibrio nell'offerta per cui:

$$S_{t+1} - S_t = 0$$

Possiamo concludere che:

$$S = \frac{Q}{d}$$

L'offerta S è dunque determinata in funzione del livello di sviluppo immobiliare e del tasso di obsolescenza. Il valore d rappresenta il coefficiente angolare complementare della curva di offerta S .



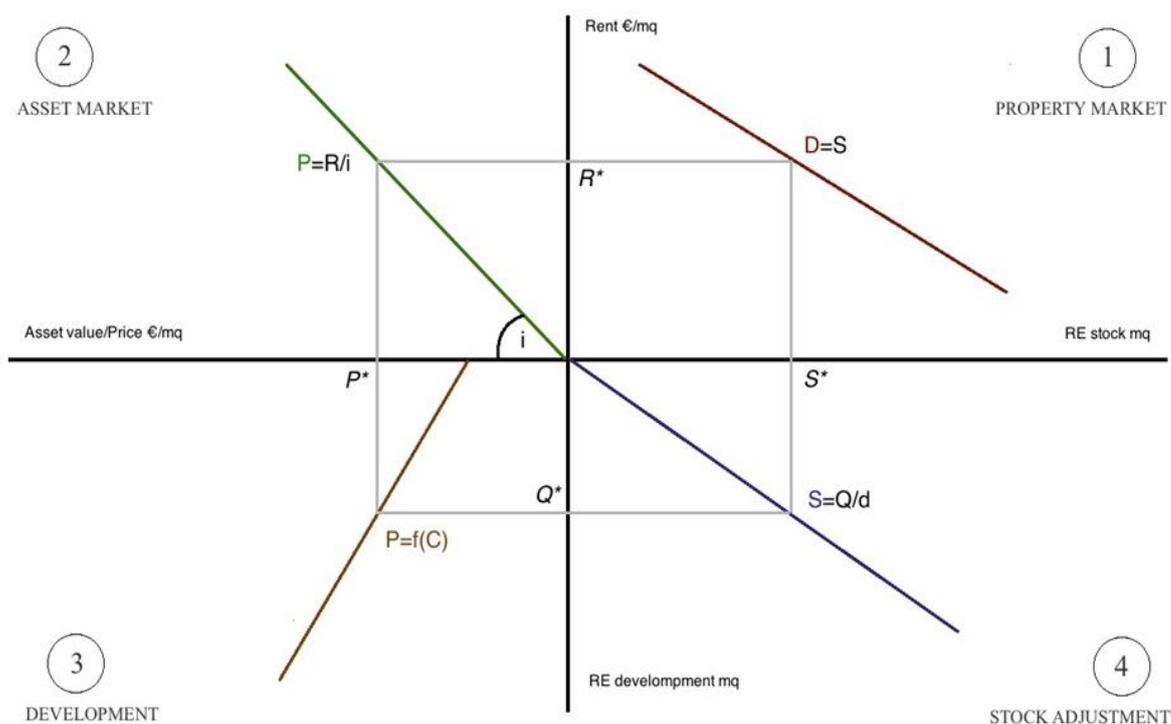
1.2.5 Il modello completo

L'efficacia del modello è determinabile attraverso la costruzione di un grafico composto dai quattro quadranti analizzati. In questo modo è possibile effettuare un'analisi statica per rappresentare l'interrelazione delle variabili del modello e un'analisi dinamica per determinare la variazione di una o più variabili a seguito della variazione delle altre.

Il grafico raffigurante il modello economico completo può essere letto in due direzioni. Con una lettura verticale, i quadranti di destra (1 e 4) rappresentano il mercato dello spazio (*space market*) e i quadranti di sinistra (2 e 3) il mercato degli investimenti (*investment market*). Una lettura orizzontale, invece, permette di isolare il mercato primario e il mercato secondario.

I due quadranti in alto (1 e 2) rappresentano il mercato secondario del trading immobiliare, dove avviene lo scambio dei beni immobili; i due quadranti in basso (3 e 4) descrivono il mercato primario dello sviluppo immobiliare, l'edilizia, nel quale avvengono la produzione di nuovi immobili e la determinazione del volume complessivo di immobili offerti sul mercato.

Il modello dei quattro quadranti presenta così la sua soluzione analitica:



Nel quadrante 1 domanda e offerta di mercato determinano il prezzo per l'utilizzo dello spazio, il *rent*. Assieme al *cap rate*, variabile esogena del modello, il *rent* definisce nel quadrante 2 il valore dell'*asset* immobiliare. Tale valore, comparato con i costi C di costruzione, è a fondamento delle valutazioni di investimento in nuovi progetti di sviluppo. I nuovi immobili sviluppati scontati per il tasso di svalutazione determinano la nuova offerta di immobili che avvia un nuovo ciclo del mercato riposizionando la curva C nel quadrante del *property market*.

Partendo da questa rappresentazione, è possibile teorizzare un'analisi dinamica valutando gli effetti che le variazioni delle variabili esogene hanno su quelle endogene nel modello completo. Per farlo basta modificare le coordinate grafiche dei quattro quadranti in base ad assunzioni teoriche o a rilevazioni empiriche osservate nel mercato.

Una fase espansiva dell'economia, con un aumento del reddito aggregato, ha effetto sulla domanda aggregata di immobili. Le famiglie chiederanno una maggiore e migliore disponibilità di spazio, le imprese investiranno di più in uffici e stabilimenti, gli esercizi commerciali acquisteranno più negozi, la pubblica amministrazione ampliarà la sua gamma di strutture per implementare i servizi pubblici. La curva di domanda nel *property market* si sposterà verso l'alto: l'effetto sarà l'aumento dei canoni di locazione. Con un mercato dei capitali stabile, il valore degli immobili aumenterà e questo spingerà alla crescita

dell'edilizia con nuovi progetti di sviluppo e l'apertura di cantieri. Aggiunte all'esistente *stock* di immobili, le nuove costruzioni ampliaranno l'offerta sul mercato che nel medio/lungo termine riporterà i canoni di locazione a valori d'equilibrio.

Una **crisi nel mercato azionario** genera un incremento del *risk premium* sugli investimenti in *equity* e una ridefinizione dei portafogli che, a parità di reddito disponibile, sposta le scelte degli investitori verso i tradizionali beni rifugio rappresentati dagli investimenti immobiliari. L'effetto è una contrazione del *risk premium* per gli investimenti immobiliari e dunque del *cap rate*: la curva di prezzo nell'*asset market* si inclina per l'aumento del valore degli *asset* immobiliari. Il maggior valore degli immobili stimola le costruzioni e l'espansione dell'offerta.

Una **politica monetaria restrittiva**, con conseguente aumento dei tassi di interesse a breve termine, rende più onerosa la sottoscrizione di mutui di finanziamento per operazioni di sviluppo immobiliare. Il costo del debito per i costruttori aumenta e questo deprime gli investimenti. La curva nel terzo quadrante si sposta verso sinistra: un certo livello di prezzo nella valutazione degli *asset* porterà un minore incremento dei progetti di sviluppo. Ad un tasso di obsolescenza costante o crescente, in caso di diminuzione delle operazioni di riqualificazione, lo *stock* di immobili disponibili sul mercato conterà una riduzione.

1.3 Gli scenari di mercato: destinazioni e usi

I beni immobiliari sono considerati mezzi di produzione e di consumo, nonché beni di investimento e quindi figurano come un'ampia porzione della ricchezza complessiva.

Per il normale svolgimento di queste attività è fondamentale conoscere il valore delle proprietà immobiliari, anche in momenti in cui le stesse non sono oggetto di scambio. Se infatti, il caso più frequente di ricorso alla valutazione di un bene immobiliare è al momento dell'acquisto o della vendita, durante il quale sia il venditore che l'acquirente faranno una valutazione per farsi un'idea del suo "vero" valore, ci sono molte altre situazioni in cui è comunque necessario effettuare una stima.

Diversamente dai titoli mobiliari, ogni immobile è unico e non esiste un equivalente, scambiato in un mercato regolamentato, del quale si conosca con certezza il prezzo effettivo di negoziazione. A tale scopo si ricorre a un processo di valutazione che, partendo da un quesito estimativo, perviene alla determinazione del valore attribuibile a un bene immobiliare attraverso le seguenti fasi:

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

L'obiettivo dell'attività di valutazione è la stima del valore di un bene. In senso lato il termine "valutazione" incorpora un giudizio di equivalenza tra un bene (oggetto di stima) e una quantità di moneta (unità di misura), date certe condizioni e in un certo intervallo temporale.

La valutazione mira alla determinazione del valore economico del bene; tutta via tale caratterizzazione non essendo ben precisa va a sostituirsi con la definizione di valore di mercato: "l'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni", ossia il prezzo che si potrebbe ottenere sul mercato in condizioni definite normali.

Con l'espressione condizioni normali generalmente ci si riferisce a due elementi: innanzitutto, la vendita deve essere coadiuvata da pubblicità, per cui si devono pubblicare annunci e/o un intermediario immobiliare deve aver ricevuto mandato per la vendita.

In secondo luogo, occorre che l'immobile sia messo in vendita per un periodo di tempo "ragionevole". Tale periodo di tempo varierà in funzione del punto del ciclo immobiliare in cui ci si trova, ma è necessario affinché il prezzo di transazione corrisponda a un vero prezzo di mercato. Questo secondo elemento è funzione della ridotta liquidità dell'immobiliare.

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

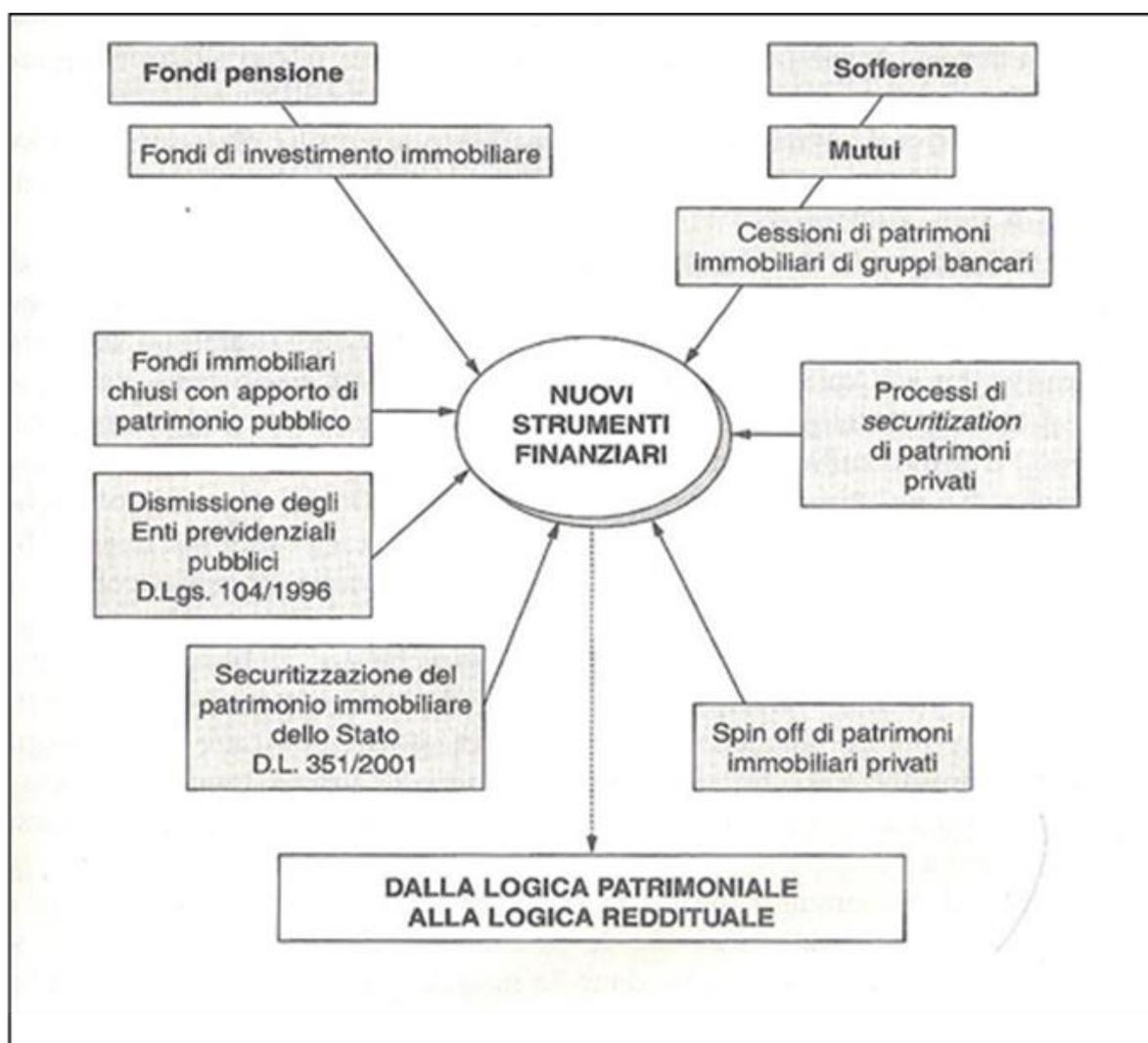
- *un mercato competitivo e aperto;*
- *il verificarsi delle condizioni di vendita regolarmente richieste;*
- *prudenza da parte del venditore e del compratore;*
- *diffusione e conoscenza di tutte le informazioni disponibili;*
- *assenza di incentivi o vincoli.*

In casi meno frequenti, la valutazione riconduce non al valore di mercato, ma al costo di sostituzione dell'immobile (valore assicurativo) o al valore imponibile (valore fiscale).

Diversa ancora è la definizione di valore di investimento, in quanto rappresenta un valore soggettivo riferito a uno specifico soggetto e funzione di elementi particolari.

1.3.1 Le caratteristiche del mercato italiano

Volendo studiare le strategie e le tecniche di valorizzazione immobiliare nella realtà, è opportuno iniziare tale trattazione con una breve analisi delle principali caratteristiche proprie del mercato immobiliare italiano, anche in relazione alle profonde differenze che questa realtà presenta rispetto a mercati europei o extraeuropei.



La finanziarizzazione del mercato immobiliare.

Fonte: "La gestione di edifici e di patrimoni immobiliari: asset, property e facility management, analisi, modelli operativi ed esperienze a confronto", Oliviero Tronconi, Andrea Ciaramella, Barbara Pisani, Milano: Il sole 24 ore (2002)

Per anni in Italia ci si è rassegnati ad una logica di conservazione del valore immobiliare: specialmente nel settore pubblico, gli asset erano caratterizzati da bassi redditi e costi di

gestione molto alti. Sebbene con grave ritardo però, anche nel nostro paese si sono scoperte le potenzialità offerte dalla gestione mirata dei grossi patrimoni immobiliari sia pubblici (ricordiamo enti come l'INAIL, l'INPS, l'INPDAP che a partire dagli anni '90 hanno iniziato un importante processo di dismissione e messa a reddito del loro patrimonio non strumentale) che privati (prima fra tutti Assicurazioni Generali): prende forma così un' impostazione di tipo finanziario che permette un capovolgimento di tale situazione garantendo, a fronte di costi di gestione sempre più bassi e ottimizzati, un sostanziale incremento della redditività degli immobili. Comparto immobiliare non più inteso come "spesa necessaria" del bilancio ma al contrario settore di guadagno economico e strategico per l'azienda/ente che lo gestisce.

Diversi sono stati i fattori che hanno contribuito all'espansione del mercato immobiliare nel nostro paese: in primis l'avvio del processo di dismissione del patrimonio pubblico intorno alla metà degli anni '90, in particolar modo da parte degli enti previdenziali, ha portato alla progressiva finanziarizzazione del mercato immobiliare italiano.

L'occupazione in questo settore è cresciuta del 170% dal 1991 ad oggi ma, nonostante il notevole ritmo di crescita, la realtà italiana è ancora molto lontana dalle dimensioni che tale settore ha assunto nell'economia degli Stati Uniti d'America dove, in termini di formazione del PIL, conta per oltre il 6% contro l'1% nel nostro paese. Per quanto riguarda le dimensioni in termini di flussi di danaro e di consistenza in metri quadri di immobili oggetto di transazioni e di operazioni finanziarie, l'Italia si colloca in coda al mercato dei paesi avanzati: ne consegue che, seppur la crescita risulta essere molto lenta, i margini di sviluppo attesi nel nostro paese sono ancora molto ampi e decisamente promettenti nel medio e lungo periodo.

In questi anni si è osservata una profondo rinnovamento delle pratiche di gestione professionale del costruito, merito dell'esperienza e dell'intervento di società straniere che hanno importato professionalità e strategie tipiche dei mercati anglosassoni contribuendo a modernizzare il mercato italiano ed a uniformarlo a pratiche e standard di livello internazionale.

Uno dei risvolti più immediatamente osservabili è stata l'introduzione del cosiddetto Sistema Qualità: un metodo di certificazione per tutto il sistema produttivo in conformità alle normative europee UNI EN ISO 9001.¹¹

Da molti anni nel settore privato e da circa un decennio nel settore pubblico, si è sviluppato un nuovo concetto di rapporto società/ente – cliente, dove il soggetto erogatore di servizi mira alla massima soddisfazione del cittadino – cliente. In questo contesto diventa

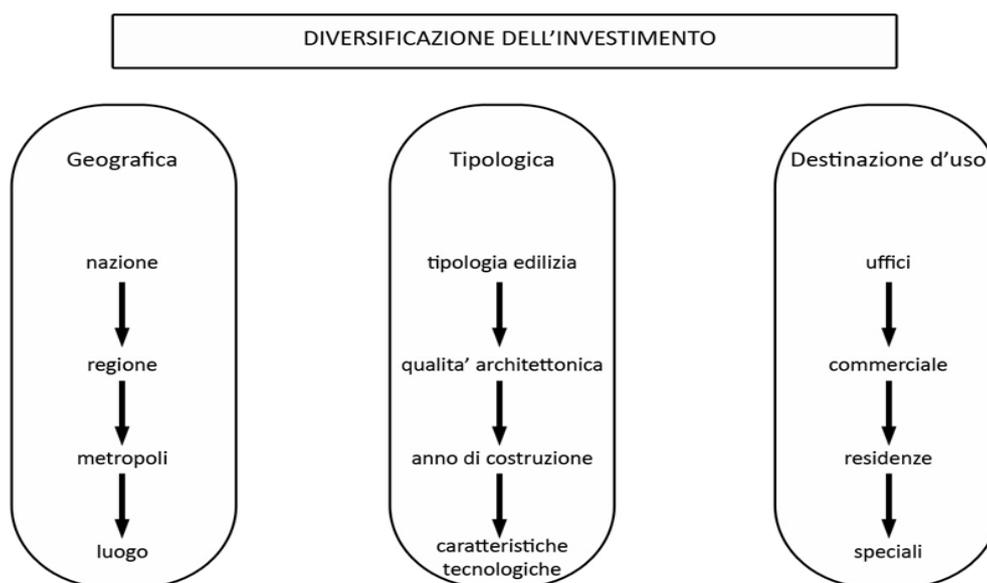
¹¹Accredia, Ente Italiano di Accreditamento: Comunicato stampa, Novembre 2010

fondamentale assumere come obiettivo strategico il perseguimento del Sistema Qualità, prevedendo con graduale estensione a tutti i servizi offerti della società un adeguato processo di certificazione del Sistema produttivo.

Il mercato immobiliare, per sua natura intrinseca, si differenzia notevolmente dal mercato ideale (modello di concorrenza pura e perfetta). Le caratteristiche ideali del mercato sarebbero l'omogeneità e l'indivisibilità del prodotto, l'esistenza di un unico mercato, l'atomicità dei protagonisti (presenza di un numero virtualmente infinito di competitors), la trasparenza totale delle informazioni riguardanti i processi di compravendita e infine la fluidità del mercato (la facilità di ingresso/uscita dei partecipanti); a differenza di questo modello, il mercato immobiliare è invece caratterizzato da: immobilità, eterogeneità, trasformabilità, indivisibilità e frammentazione.

In particolare, l'elemento della frammentazione del mercato immobiliare in diverse sottoclassi (che possono essere raggruppate per caratteristiche geografiche, tipologiche o dimensionali), impone un'analisi diversificata di ciascuna di esse allo scopo di non impostare strategie e processi di gestione, valorizzazione e commercializzazione che si basino su dati parziali e incompleti. Accessibilità, domanda di mercato, prestazioni energetiche attese saranno necessariamente molto differenti e quindi il property e l'asset manager dovranno impostare strategie differenti per la valorizzazione di beni differenti.

1.3 Le prospettive d' investimento



Le variabili più comuni di diversificazione dell'investimento immobiliare. Fonte: "Metodi e strumenti del property management: redditività immobiliare, processi di valorizzazione, supporto strategico all'investimento", Oliviero Tronconi, Milano: Il sole 24 ore (2007)

Riguardo alla destinazione d'uso, possiamo individuare diversi sub-mercati nel settore immobiliare:

1. *terreni e aree non edificate*;
2. *residenziale*;
3. *terziario*;
4. *logistico*;
5. *ricettivo*;
6. *commerciale*.

1. *terreni e aree non edificate*: in questa categoria sono comprese tutte le aree non edificate, che possono essere divise in sottocategorie secondo diversi criteri di raggruppamento (esempio: terreni agricoli, terreni non agricoli). A loro volta, le aree edificabili si possono differenziare in base alla destinazione d'uso prevista (residenziale, commerciale, servizi ecc.); secondo alcuni analisti, in questa categoria si dovrebbero includere anche gli immobili idonei per la riqualificazione dal momento che, proprio come le aree inedificate, rappresentano il punto di partenza per nuovi sviluppi immobiliari. E' possibile ulteriormente differenziare i terreni in due differenti categorie, a cui ci si può riferire con la terminologia americana:

- raw land
- developing land

I primi (letteralmente "terre crude") sono comunemente collocati all'interno di aree a destinazione agricola, lontani dalle aree di sviluppo previste dai piani regolatori vigenti. I secondi (*developing land*) sono invece quei terreni ancora inedificati ma collocati all'interno di aree in via di sviluppo, che stanno passando da destinazione d'uso rurale ad una suburbana o urbana, con ben diverse possibilità di ricavo per proprietari. Questi due tipi di terreno differiscono per caratteristiche di investimento e investitori, ma condividono gli svantaggi di una mancanza di significativi sgravi fiscali, scarse possibilità di uso di leve finanziarie e cash flow negativi; a tutto ciò va sommata anche la considerevole difficoltà di stima del valore dell'appezzamento.

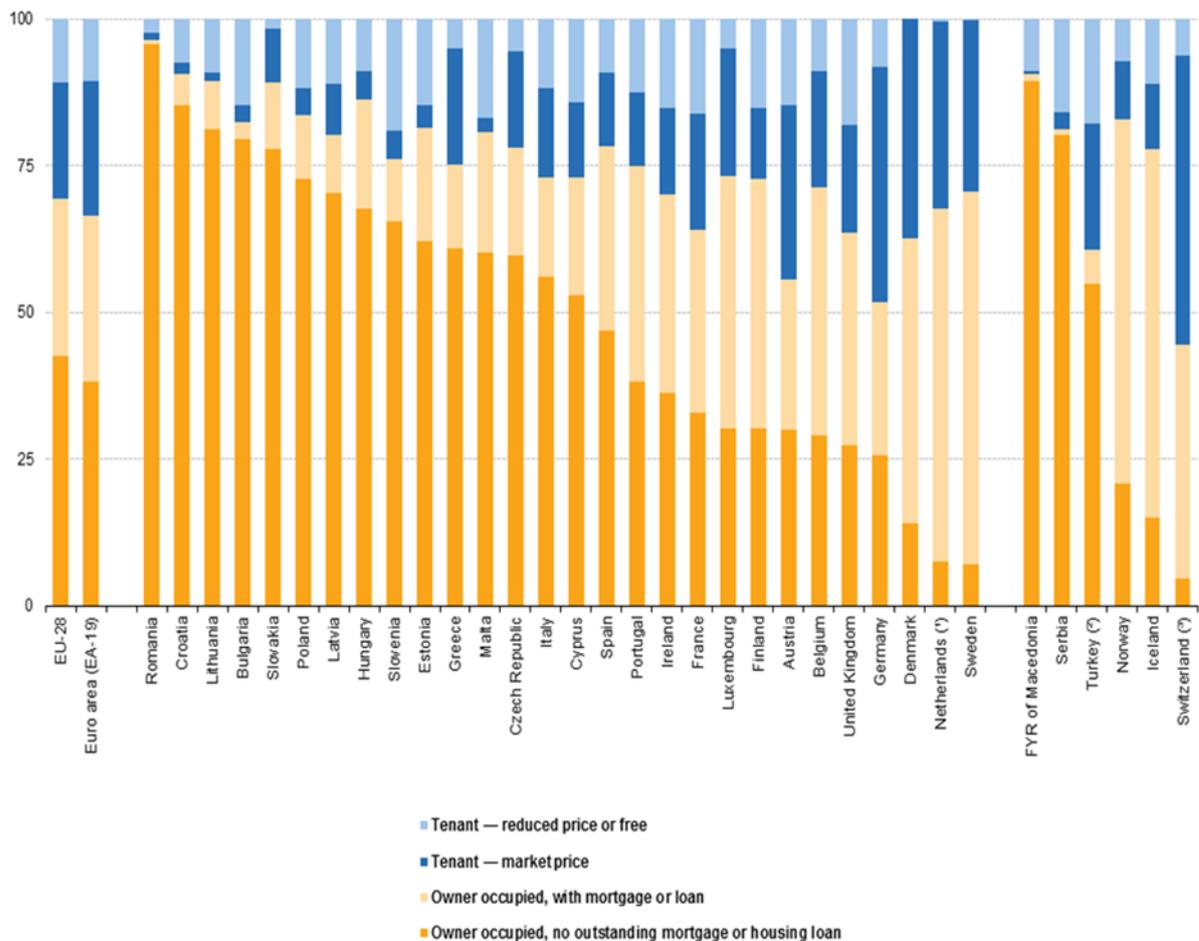
Non mancano tuttavia gli strumenti che possono aiutare il professionista e l'investitore a determinare la corretta valutazione del valore del terreno.

Lo sviluppo dei terreni, così come il loro valore, è guidato da una complessa combinazione di elementi. Primo fra tutti la presenza di infrastrutture e di trasporti: la presenza di collegamenti è il primo passo che apre la strada allo sviluppo di un territorio sia dal punto di vista industriale che abitativo. Ma la presenza di infrastrutture di per sé non determina la destinazione d'uso dei terreni. Entrano in gioco gli strumenti urbanistici, *zoning restrictions*, ovvero tutti quegli strumenti legislativi che coordinano e guidano lo sviluppo del territorio. Occorre ad ogni modo ricordare che tali strumenti non rappresentano un vincolo assoluto. Non è raro che i suddetti piani regolatori o quant'altro vengano cambiati, modificati o superati da nuovi strumenti che in alcuni casi stravolgono la situazione e il valore di terreni e fabbricati.

2. *settore residenziale*: a livello generale, la categoria residenziale comprende tutti gli immobili costruiti a fini abitativi, sia utilizzati direttamente dal proprietario sia affittati a terzi, ma questa può essere suddivisa in base a molteplici parametri. A seconda della pluralità di famiglie residenti in un palazzo, si può distinguere tra abitazioni monofamiliare e abitazioni plurifamiliari. Ulteriore differenziazione è l'utenza prevista (studenti, famiglie mononucleari, anziani, coppie): differenti utenti richiederanno diverse dotazioni di servizi.

Questo tipo di immobili può anche essere suddiviso a seconda della presenza e della natura di eventuali finanziamenti per la loro costruzione: abitazioni di libero mercato (solo capitali privati), abitazioni a prezzo o canone "convenzionato" (parzialmente sovvenzionate con capitali pubblici) o abitazioni sociali (definite anche con la categoria "popolari").

In Italia, la categoria residenziale è da sempre poco vivace per l'asset management nella sua accezione più classica, la gestione. Questo è dovuto alle caratteristiche culturali e burocratiche del settore delle abitazioni nel nostro paese, ovvero alla sostanziale abitudine dei cittadini italiani ad acquistare la propria abitazione (oltre il 70% delle famiglie abitano in casa di proprietà) e ad un regime fiscale e legislativo non particolarmente favorevole alla locazione.



Confronto fra i paesi dell'UE sulle forme di godimento degli immobili ad uso residenziale, Eurostatyearbook2016

3. *settore terziario*: gli edifici terziari/direzionali costituiscono il principale motore del mercato immobiliare. La loro valutazione rappresenta un'attività particolarmente complessa e delicata in quanto risulta direttamente connessa a strategie sempre più rivolte alla ricerca del giusto equilibrio tra la gestione del business e la gestione del capitale investito in immobili utili allo svolgimento delle proprie attività.

E' il settore che per sua natura risulta più intimamente collegato al mondo economico nazionale e internazionale; questo mercato è da molti considerato il più adatto ad una gestione di tipo locativo per via della natura dei contratti, in genere molto lunghi e stabili.

Un mercato, anche a livello italiano, estremamente esigente che richiede ad un immobile caratteristiche e prestazioni notevoli sia dal punto di vista energetico che da quello organizzativo.

Campo in cui la domanda supera l'offerta, quindi con ottime prospettive di ricavi per tutti i soggetti che sapranno interpretare al meglio le richieste del mercato e soddisfarle in tempi brevi con interventi sia di potenziamento degli impianti tecnologici sia dal

punto di vista dell'identità dell'edificio: lo scopo di questi interventi sarà la competizione per attrarre i *tenants* di alto profilo, ovvero tutte quelle aziende che operano a livello internazionale e che possono garantire affidabilità e continuità contrattuale, elementi importanti nell'ottica di gestione di patrimoni immobiliari di notevoli dimensioni.

Il mercato principale di tale settore, evidenziato anche dalle caratteristiche richieste dagli immobili, è quello degli uffici: qualunque sia la consistenza in metri quadri delle costruzioni adibite ad uso ufficio, questo tipo di destinazione d'uso può offrire prospettive di rapidi e concreti ritorni economici per gli operatori che li gestiscono.

Anche se i mercati di riferimento rappresentano realtà estremamente diversificate, gli elementi base per un investimento di successo in questo settore sono sempre gli stessi: trovare un'area che possa attirare locatari di alto profilo, progettare una sede che possa soddisfare tutte le necessità dei futuri *tenants*, assicurarsi un contratto di affitto affidabile e duraturo, trovare i fondi per la costruzione dell'edificio, provvedere a terminare la costruzione rispettando tempistiche ed obblighi contrattuali ed infine gestire l'investimento in accordo con le aspettative degli affittuari.

In fase preliminare dell'investimento, una variabile da tener presente è la situazione del mercato degli uffici nel periodo di finanziamento del progetto. Il mercato degli uffici è sostanzialmente di tipo ciclico ma non così prevedibile: il punto più basso può essere interpretato come il momento ideale sia per sviluppare un nuovo progetto di costruzione che per pensare di acquisire un immobile già costruito, a patto che sia in buone condizioni e/o che il gruppo proprietario sia in un momento di difficoltà finanziarie.

Come per un qualsiasi altro campo del *Real Estate*, il ciclo di vita di un edificio ad uso ufficio, dal punto di vista dell'investitore, conosce tre fasi:

- fase di acquisizione (*acquisition stage*);
- fase di gestione (*holding stage*);
- fase di dismissione (*disposal stage*).

Quando un edificio terziario non è ancora stato costruito, la fase di acquisizione include la ricerca di un lotto di terreno inedificato o da liberare, lo svolgimento delle adeguate analisi di fattibilità e la predisposizione del canale di finanziamento per dar vita al progetto. In questa fase iniziale, l'ottica si muove verso la scelta di una zona che sia contemporaneamente appetibile per i futuri affittuari e sviluppabile dal punto di vista urbanistico per tale fine (in accordo dunque con tutti gli strumenti urbanistici vigenti).

La fase di studio della fattibilità ha il compito di conciliare la voce dei costi di costruzione dell'edificio con la domanda potenziale del mercato e quindi con i canoni medi di affitto e di fare delle proiezioni negli anni degli sviluppi possibili dell'investimento.

Il successo di un progetto di questo tipo è strettamente legato all'attrattività della location, all'abilità con cui è gestito il progetto sin dalle fasi preliminari e infine dalla stabilità finanziaria del gruppo promotore del progetto; successivamente attirare e conservare i propri inquilini è la base per mantenere ed ampliare la propria stabilità finanziaria. Diversamente da altri mercati, i locatari scelgono inizialmente e successivamente decidono di rimanere solo negli edifici che soddisfano le loro necessità in termini di collocazione, design esterno, design del layout interno, prestigio e costo di affitto: in tale prospettiva gli architetti giocano un ruolo fondamentale nello sviluppo di un progetto a destinazione ufficio.

Lo *zoning* e la politica di sviluppo del territorio di un'amministrazione, infine, spesso giocano un ruolo critico nel determinare l'appetibilità di un lotto e la sua stessa possibilità di ospitare un edificio ad uso terziario.

Questo tipo di ordinanze possono arrivare a determinare quasi tutto del progetto futuro: altezza massima, metri cubi consentiti, disposizione all'interno dell'area ecc.

Terminata la fase iniziale, comincia il periodo di gestione dell'edificio. A questo punto, l'investitore deve scegliere se rimanere nel progetto come soggetto attivo, quindi amministrando in prima persona l'edificio come *property manager*, oppure delegare la gestione ad una struttura esterna, che si occuperà autonomamente di ogni attività riferibile alla commercializzazione, alla contrattualistica, alla manutenzione e alla sicurezza dell'immobile o del gruppo di immobili.

La terza fase riguarda, invece, il processo di dismissione il quale può cominciare dopo un periodo variabile a seconda di diversi fattori: dalla congiuntura economica globale alle contingenze finanziarie locali e della società promotrice.

Dipende oltretutto dagli obiettivi che il soggetto promotore si era prefissato in fase preliminare.

La fase di dismissione può articolarsi in una vendita, come in un rifinanziamento, allo scopo di rivalutare l'investimento prima di alienare il bene.

Ad ogni modo, il possesso a lungo termine di un edificio terziario risulta spesso poco proficuo a causa della riduzione progressiva degli sgravi fiscali così come per il progressivo deterioramento delle condizioni dell'immobile stesso, il cui ciclo di vita non

è infinito e le cui prestazioni vanno deteriorandosi anno dopo anno (rendendo la manutenzione sempre più costosa).

Che siano spazi a reddito o da riqualificare, sono gli uffici nell'anno a rappresentare l'*asset class* prescelta dagli investitori del real estate, nell'anno che si è appena concluso: una tendenza che dovrebbe continuare, se non ci saranno scossoni sul fronte della ripresa economica.

Focalizzando l'attenzione sulle dimensioni fisiche complessive degli immobili del mercato degli uffici, scopriamo che sono le aree urbane più che le nazioni a rappresentare poli attrattivi di rilevante interesse: il settore è in miglioramento a livello europeo e la maggior parte dei mercati ha raggiunto un buon equilibrio con aumento della domanda intorno al 10%. Un rafforzamento che ha interessato soprattutto le principali città dell'Europa del sud: a Londra e Parigi si è osservato un calo del *vacancy rate* intorno al 10,5%.

In Italia i volumi 2015/16 si sono attestati intorno a 6,5-7 miliardi di euro, con un contributo rilevante del settore uffici; Milano e Roma rappresentano, come di consueto, i mercati di riferimento per il settore.

A Milano, il valore degli investimenti nel settore direzionale è stato pari a circa 567 milioni di euro, con una crescita del 71% rispetto al trimestre precedente e superando ampiamente la media trimestrale degli ultimi 5 anni pari a circa 200 milioni. L'assorbimento nel settore nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto i 42.300 mq e il *vacancy rate*, pur se in leggera diminuzione, rimane intorno al 14%, pari a quasi 1,7 milioni di mq disponibili. La qualità si conferma il driver principale della domanda, con il 73% della superficie totale assorbita che ha interessato spazi di grado A.

Osservando la distribuzione geografica dello spazio assorbito si nota che l'area più dinamica nel terzo trimestre del 2015 è risultata quella del semicentro con il 30% sul totale degli spazi assorbiti, seguita dalla periferia (26%) data la maggiore disponibilità di ampie superfici unita a canoni più accessibili.

Per quanto riguarda la città di Roma, gli investimenti nel settore uffici, hanno raggiunto circa 106,6 milioni di euro, in aumento del 62% rispetto lo scorso anno. In particolare gli investimenti hanno interessato immobili situati nell'area del Central Business District (CBD) e del Centro.

Il volume investito nei primi nove mesi dell'anno supera i 170 milioni di euro e il livello di assorbimento registrato è stato pari a circa 33.280 mq. Il *vacancy rate*, in leggera diminuzione rispetto al trimestre precedente, presenta un valore pari all'8,8%; i canoni prime, nel terzo trimestre 2015, sono rimasti stabili nel CBD e nel distretto

dell'EUR dove i valori si attestano rispettivamente su 380 euro/mq/anno e 320 euro/mq/anno.

Nel *Rapporto Immobiliare 2017* redatto dall'*Agenzia delle Entrate* vengono mostrati la distribuzione degli *stock* per area geografica e l'andamento delle quotazioni degli uffici per tutto il 2016.



RAPPORTO IMMOBILIARE 2017
Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva

Figura 7: Distribuzione stock 2016 per area geografica – uffici

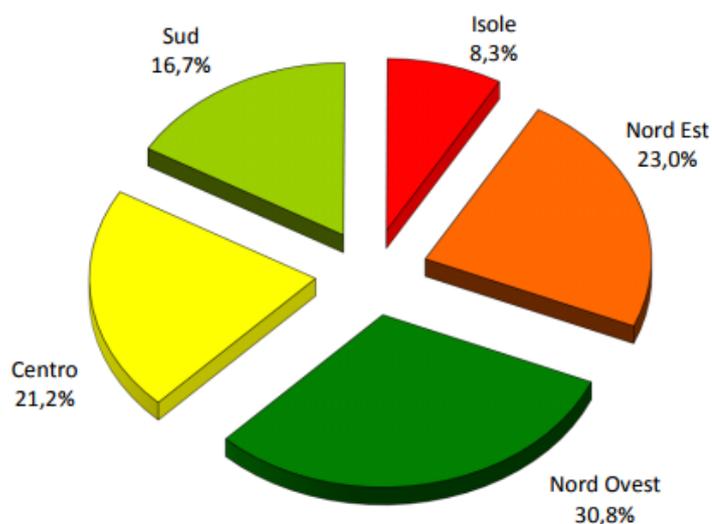


Tabella 1: Stock 2016 per regione e per area geografica – uffici

Area	Regione	Stock	Quota %
Nord Est	Emilia-Romagna	67.871	10,5%
	Friuli-Venezia Giulia	10.238	1,6%
	Veneto	70.186	10,9%
Nord Est		148.295	23,0%
Nord Ovest	Liguria	14.159	2,2%
	Lombardia	140.629	21,8%
	Piemonte	41.815	6,5%
	Valle d'Aosta	1.928	0,3%
Nord Ovest		198.531	30,8%
Centro	Lazio	53.737	8,3%
	Marche	18.887	2,9%
	Toscana	50.691	7,9%
	Umbria	12.911	2,0%
Centro		136.226	21,2%
Sud	Abruzzo	14.041	2,2%
	Basilicata	4.402	0,7%
	Calabria	14.120	2,2%
	Campania	38.333	6,0%
	Molise	2.302	0,4%
	Puglia	34.225	5,3%
Sud		107.423	16,7%
Isole	Sardegna	18.317	2,8%
	Sicilia	34.837	5,4%
Isole		53.154	8,3%
Italia		643.629	100,0%

RAPPORTO IMMOBILIARE 2017

Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva

Figura 1: Indice territoriale quotazioni 2016 per area e per regione – uffici
(Media nazionale=100)

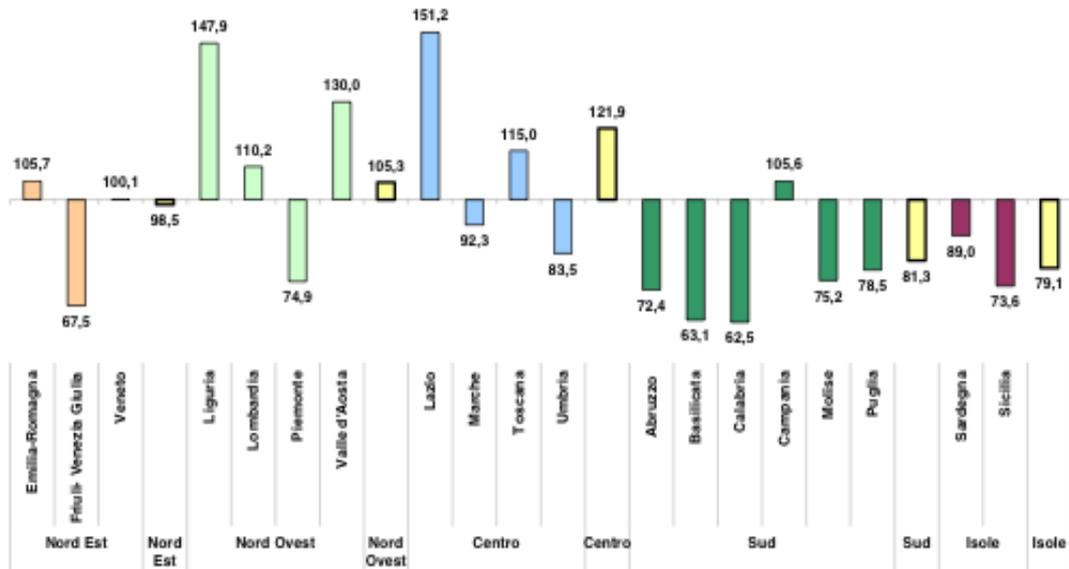
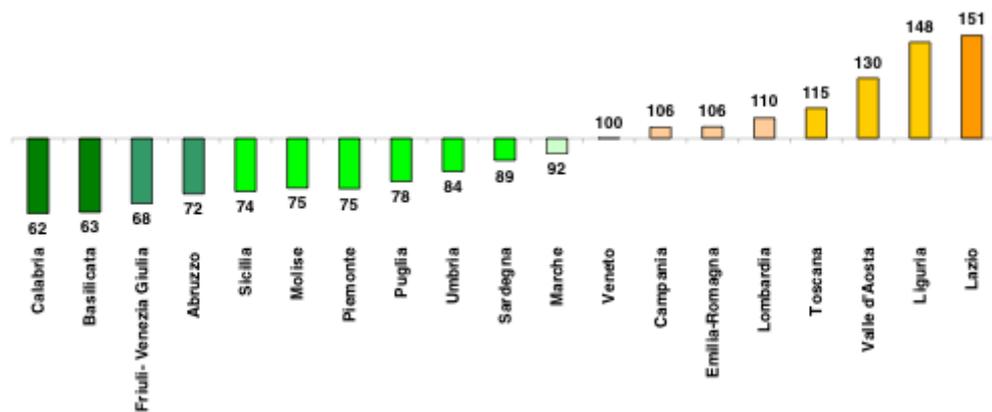


Figura 2: Indice territoriale quotazioni 2016 uffici - scala valori regionale



4. *settore logistico*: gli immobili a destinazione logistica stanno riscuotendo un successo sempre maggiore, specialmente nell'ambito del mercato immobiliare italiano. Ciò ha indotto un nuovo modo di guardare tali immobili, ovvero un nuovo interesse da parte degli investitori; interesse che si è tradotto, da una parte, in un forte sostegno allo sviluppo di edifici logistici nel nostro paese e, dall'altra, nella ricerca di una maggiore qualità degli immobili stessi in termini strutturali e impiantistici. Quest'ultimo fattore è molto importante in ottica di un possibile cambio del conduttore: è importante che l'edificio possa risultare funzionale ai diversi tipi di operatori.

In questo settore è possibile distinguere gli immobili in tre tipologie distinte per caratteristiche tecniche e strutturali: edifici classe A (immobili di almeno 10/12 metri di altezza e con superficie coperta maggiore di 5000 mq, cablati e con impianti antincendio e sprinkler; edifici classe B (altezza superiore agli 8m ma inferiore ai 10 metri, superficie superiore o uguale a 2000 mq e un livello medio di dotazione impianti) ed edifici classe C (altezza inferiore agli 8 metri, superficie pari a 1000 mq, quasi sempre frutto di riconversioni da altre funzioni industriali o artigianali)".

Qualità e appetibilità di una struttura a destinazione logistica, come si evince dalla classificazione appena riportata, si giocano sui fattori dell'altezza utile della struttura, della dotazione degli impianti, del rapporto di copertura e non ultimo della dotazione di infrastrutture che collegano l'edificio alle principali arterie di comunicazione stradali, autostradali, portuali, aeroportuali e ferroviarie. La buona localizzazione dell'immobile e quindi la conseguente buona dotazione di infrastrutture permette infatti di contenere sia i costi di trasporto, sia la riduzione dei tempi di ricezione e consegna di merci e servizi, elemento sempre più fondamentale in ottica di incremento della competitività su un mercato globalizzato.

5. *settore ricettivo*: "le imprese che operano nel settore operano per la produzione e lo scambio del servizio di ospitalità". Tale servizio può consistere nella semplice fornitura di alloggi o comprendere altri servizi accessori, tipicamente: servizio di prima colazione, ristorazione, centri benessere, impianti sportivi.

Sulla base degli spazi necessari a svolgere queste attività, le imprese ricettive si dividono in esercizi alberghieri ed esercizi complementari.

Fanno parte del primo gruppo alberghi, motel, villaggi-albergo e residenze alberghiere; il secondo comprende: campeggi, villaggi turistici, alloggi, esercizi di affittacamere, case per vacanze, ostelli.

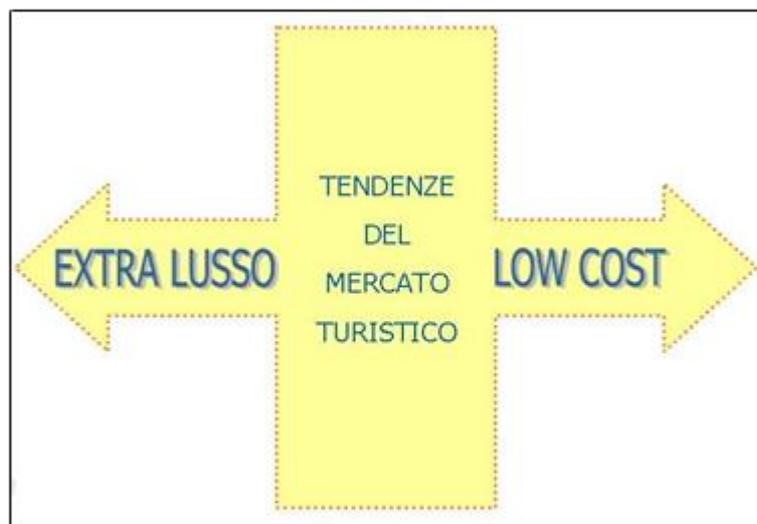
L'offerta tradizionale del mercato italiano rappresenta circa il 90% delle strutture alberghiere e ha le seguenti caratteristiche:

- *gestione privata* (modello familiare), dove l'imprenditore è sia proprietario che responsabile del management;
- *dimensione media* degli hotel al di sotto della media europea e degli standard richiesti dagli investitori;
- *stato manutentivo* in generale vetusto o comunque carente rispetto alle richieste qualitative tipologiche dimensionali e impiantistiche attuali. Solo una piccola parte dell'offerta aderisce agli standard tecnici e dimensionali delle catene ricettive internazionali;
- *gestione dei servizi no core* prevalentemente interna.
- *classificazione*: prevalentemente 2/3 stelle sul territorio, nelle grandi città $\frac{3}{4}$, (ma tendenzialmente 3 stelle).

Le catene alberghiere coinvolgono il restante 10% delle strutture e si differenziano per:

- *gestione imprenditoriale* dove l'imprenditore e il gestore sono soggetti differenti.
- *applicazione di logiche reddituali all'investimento alberghiero* basate sulla divisione tra la gestione alberghiera e la proprietà immobiliare;
- *brand* riconosciuto;
- *definizione di precisi standard tecnici e di servizio* che rendono l'offerta riconoscibile e ne innalzano la qualità;
- *strutture* generalmente nuove o ristrutturate;
- si concentrano in prevalenza nelle *location primarie* (Roma, Milano, Torino, Firenze, Venezia).

Il futuro di questo settore, seppur caratterizzato da una marcata separazione fra due target di pubblico ben definite (il settore lusso e il settore low-cost), è rappresentato dal rafforzamento della presenza di grandi catene alberghiere internazionali con una nuova dimensione imprenditoriale, un nuovo ruolo della pubblica amministrazione nella valorizzazione del patrimonio storico- paesaggistico locale e un parallelo sviluppo dei servizi.



Tendenze del mercato turistico. Fonte: "I settori strategici emergenti", professoressa Maria Luisa Del Gatto, corso di Strategie e Organizzazione del Comparto Immobiliare, Politecnico di Milano: novembre 2008, Milano

Risulta palese, quindi, come hotel e motel possano rappresentare una grande opportunità per gli investitori passivi in cerca di un buon rapporto rischio-ritorno o per gli investitori di tipo attivo a corto di liquidità, ma disposti a lavorare in prima persona e ad attendere periodi lunghi di ritorno finanziario. Il mercato turistico è in continua espansione ma risulta molto influenzato dalle contingenze e dalla cronaca. Due esempi: dopo l'11 settembre 2001, l'attacco terroristico alle torri Gemelle, New York ha subito pesanti contrazioni nei flussi turistici, situazione durata mesi e tornata alla normalità molto gradualmente; nella primavera del 2003 i cecchini che hanno terrorizzato Washington D.C. e il nord della Virginia, hanno determinato repentinamente un crollo delle prenotazioni in tutte le strutture ricettive dell'area.

Questo tipo di eventi non sono in alcun modo prevedibili e possono causare ingenti perdite agli investitori di questo mercato.

Il successo economico di un'attività ricettiva deriva, in gran parte, dal cosiddetto *room revenue*, parametro che è possibile definire come funzione della percentuale di occupazione della stanza durante l'anno e del prezzo a notte della stanza.

Naturalmente l'uno dipende dall'altro e viceversa: una camera troppo cara non avrà percentuali tanto alte di occupazione così come una camera troppo economica renderà poco anche se quasi sempre affittata.

Il marketing è un altro fattore molto importante per questo tipo di attività: non a caso, quasi il 65% del mercato a livello globale è dominato da pochi brand e catene

alberghiere molto potenti. Il marchio, se ben gestito e pubblicizzato, è una garanzia di affidabilità e qualità per l'ospite che così viene tranquillizzato su ciò che si troverà al suo arrivo.

Il marchio garantisce, in tutti i suoi edifici ricettivi, uno standard di qualità e di servizi pena il deprezzamento e il declassamento progressivo di tutti i suoi esercizi. L'hotel o il motel che si associa ad un marchio gode in questo modo della fama del brand ma a scadenze regolari deve versare una parte degli introiti come royalty.¹²

Infine, risulta necessario osservare che hotel e motel possono essere riconvertiti per ottenere maggiori entrate in alcuni casi: non è raro che attività di questo tipo vengano dismesse per trasformare l'edificio in multiproprietà, appartamenti, uffici o *retail shop* senza che occorra stravolgere l'impianto della struttura (quindi a costi contenuti).

6. *settore commerciale*: negozi al dettaglio, centri commerciali, supermercati, ipermercati, *retail park*, *factory outlet center* sono gli immobili facenti parte di questo settore.

Tali attività corrispondono a una definizione limitativa delle attività commerciali.

In effetti è possibile comprendere in questa categoria anche gli immobili che servono per altri tipi di attività commerciali, come i ristoranti, i cinema, gli hotel e i centri sportivi (anche se per questi ultimi due è opportuno creare una categoria distinta per queste attività: si parla in tal caso di settore turistico e tempo libero).

L'ultimo report pubblicato sullo sviluppo di centri commerciali in Europa (European Shopping Centre Development Report) mostra un'accelerazione nella disponibilità di nuovi centri commerciali, dopo un primo semestre 2016 piuttosto debole: se tutta la superficie prevista nel continente europeo sarà consegnata in tempo, il totale dei centri commerciali passerà da 156,3 milioni di mq – registrati alla fine del primo semestre 2016 – a 164,4 milioni di mq entro la fine del 2017. Nella classifica dei paesi Europei con maggior numero di mq di nuovi spazi l'Italia si colloca al quarto posto, dopo Turchia, Russia e Francia, con 93,000 mq di nuova GLA¹³ completata nel primo semestre del 2016.

¹² Con royalty si indica il diritto del titolare di un brevetto o una proprietà intellettuale ad ottenere il versamento di una somma di denaro da parte di chiunque effettui lo sfruttamento di detti beni per fini commerciali e/o di lucro. Le royalty sono applicate in campo industriale per la remunerazione di diritti derivanti da brevetti che possono essere ceduti, dietro contratto, in licenza a terzi. Non esiste una regola fissa per la determinazione delle royalties in quanto derivano da pattuizioni contrattuali fra privati e possono assumere quindi numerosissime forme.

¹³ GLA: Grossleasable area, parametro utilizzato per la classificazione dei centri commerciali. Indica la misura, in metri quadri, della superficie utile a produrre reddito (sia tramite affitto che vendita della stessa).

I tassi di capitalizzazione, attualmente bassi, promettono infatti una valorizzazione dei cespiti nel tempo e stanno attraendo molti investitori nel nostro Paese.¹⁴

I centri commerciali sono un sistema complesso e pieno di prospettive di sviluppo; raramente sono edificati e posseduti in maniera diretta, a causa della forte tassazione che incide su questo tipo di attività. La maggior parte di essi sono posseduti indirettamente per la necessità sia di non immobilizzare percentuali troppo ingenti di capitali, sia per diversificare gli investimenti abbassando di conseguenza la soglia di rischio. Campo particolarmente favorevole agli operatori Real Estate, in particolare per i piccoli e medi investitori, questo tipo di investimento genera un ritorno di valore continuo e costante, un cash flow relativamente sicuro e determinabile. Inoltre, grazie alla loro intrinseca caratteristica, possono essere infinitamente variabili per dimensioni, prodotti venduti e clientele di riferimento consentendo agli investitori di scegliere, nella massima libertà, la soglia di rischio e di rientro desiderata.

L'idea alla base del Centro Commerciale è che la somma delle parti prese singolarmente ha meno valore del complesso delle singole voci raggruppate: in altre parole, il raggruppamento di negozi vende di più che nel caso essi fossero collocati separatamente, in aree lontane fra loro. Questo tipo di benefici è noto, nella letteratura americana, sotto il nome di *positive externalities*. Tali benefici possono derivare da una molteplicità di fattori, come ad esempio la comodità per i consumatori di avere negozi diversi uno affianco all'altro, il potersi recare in un singolo centro per comprare tutti i prodotti che servono senza dover usare il proprio mezzo di trasporto; inoltre anche le singole attività possono sfruttare queste esternalità per trarre vantaggio dalla reciproca vicinanza con gli altri esercizi (esempio: negozio di abbigliamento situato accanto ad un negozio specializzato in scarpe).

Esistono anche prossimità negative, d'altra parte. Un cambiamento di *tenant*, uno sviluppo imprevisto di industrie nelle vicinanze, un cambiamento nel trasporto pubblico possono capovolgere, in breve, la sorte di un centro commerciale. Celebre il caso di una striscia di quaranta negozi ubicata in una zona di alto pregio, che serviva una clientela di alto bordo e ben raggiunto dal trasporto pubblico. I profitti crescevano di anno in anno fino a quando una nuova linea di autobus collegò il centro ad un quartiere di periferia. In poche settimane il centro venne letteralmente

¹⁴ Fonte : European Shopping Centre Development Report, Aprile 2017

inondato da adolescenti e bande di ragazzi di strada, attratti dalla nuova pista di pattinaggio appena costruita nelle immediate vicinanze. Aumentarono gli atti di vandalismo, il disturbo e le molestie ai clienti e in breve il centro commerciale venne disertato dalla clientela storica. I conduttori delle attività dovettero disdire i contratti di affitto a fronte di un costante calo delle vendite e le proprietà persero drasticamente di valore, con un danno notevole a carico dei proprietari.

In ogni caso è facile comprendere come un centro commerciale è definito in base al pubblico a cui si rivolge. Può essere una clientela di pochi isolati o coprire un'intera area metropolitana, come i classici Shopping Mall americani. La localizzazione, le possibilità di accesso, le linee di trasporto pubblico presenti e gli schemi del traffico determinano, in gran parte, il successo o il fallimento di un centro e quindi devono essere analizzati scrupolosamente prima di intraprendere qualsiasi progetto preliminare riguardante questo tipo di investimento.

Punto debole nell' investimento in centri commerciali è la concorrenza.

A prescindere da quanto possa essere radicato nel luogo e affermato nella clientela, un centro commerciale potrà sempre essere messo in crisi da un nuovo centro limitrofo che si rivolga alla medesima clientela e mercato.

Un eccessivo numero di negozi dello stesso tipo tende, naturalmente, a dividersi la clientela riducendo quindi le entrate e intrinsecamente il valore delle attività.

Occorre inoltre che i centri sappiano mutare assieme al contesto sociale a cui si rivolgono. La società moderna è in continuo cambiamento: età, etnia, sesso, numerosità e disponibilità economiche della clientela variano a velocità sorprendente a causa di crisi economiche, ondate migratorie o possibilità di lavoro in ciascuna area urbana. Raramente questo tipo di cambiamento segna il destino di un centro, ma di certo occorrerà rimodulare il mix dell'offerta per rimodellare le attività in base al nuovo pubblico a cui si intende rivolgersi.

Occorre aspettarsi questi cambiamenti e attendendoli è necessario pianificare la propria attività per adattarsi.

Shopping Centers di successo equivalgono a gestori di successo. A prescindere da quanto possa essere oneroso l'affitto, un gestore che non riesce a ricavare le giuste entrate trova un modo per pagare il canone (*lease*) o ne viene rapidamente schiacciato, dovendo quindi cedere l'attività. E' un meccanismo spietato ma necessario, in caso contrario il centro commerciale va in perdita. La bravura dell'amministrazione di un centro è proprio quella di scegliere accuratamente i

propri “inquilini”. A fare la differenza tra successo e fallimento in questo tipo di attività, a valle di tutte le precedenti considerazioni, è la bravura del management del centro.

1.5 Tecniche di valutazione e criteri reddituali e finanziari

A livello generale, il prezzo, utilizzato come misura del valore degli *asset* immobiliari, è ottenuto scontando i flussi reddituali generati dall’immobile per un certo tasso di capitalizzazione, il quale riflette le condizioni specifiche di rischio/rendimento degli investimenti immobiliari; ma questo criterio di valutazione non è l’unico messo a punto dall’estimo¹⁵ per la valutazione dei beni del mercato.

I concetti primitivi della valutazione sono tre: prezzo, costo e valore. Il costo si riferisce all’ammontare di capitale impiegato per la produzione del bene. Il prezzo è la misura monetaria del valore da cui, al netto del costo, dipende l’utile dell’investimento e dunque indica, in linea di massima, l’incentivo dell’investitore a offrire il bene per uno scambio sul mercato. Tra i tre concetti, il termine chiave è il valore: il processo di valutazione deve portare il *valuer* alla formulazione di un importo che esprima il valore del bene immobiliare. Tale importo dovrebbe rappresentare il prezzo al quale il bene può essere scambiato sul mercato. In questo senso, il valore oggetto del processo di valutazione è il **valore di mercato**.

Il concetto di valore di mercato, fissato da International Valuation Standards Council (ISVC) e recepito da RICS e TEGoVA¹⁶, viene così definito:

“per valore di mercato si intende l’ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta o acquistata, dopo un adeguato periodo di negoziazione, in una transazione tra due parti (acquirente e venditore), ben informati e non vincolati da rapporti speciali, entrambi interessati alla transazione e capaci di prendere decisioni con eguale capacità e senza alcun vincolo”

¹⁵ L’estimo è la disciplina che studia e appronta le tecniche di valutazione dei beni immobiliari (e in teoria di tutti i beni suscettibili di valutazione economica). L’estimo immobiliare nasce per soddisfare l’esigenza di rilevazione del valore dei beni immobili ai fini di imposizione fiscale e di organizzazione catastale delle proprietà immobiliari.

¹⁶ Il Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS), e l’European Group of Valuers’ Associations (TEGoVA) sono le maggiori associazioni per la definizione dei principi e delle procedure di valutazione.

Il mercato di cui si parla è un luogo ideale di scambio: le parti sono interessate soltanto a rilevare il valore del bene, quindi legate da rapporti puramente commerciali, e agiscono secondo uno stringente calcolo strumentale individuale. Sono perfettamente informati su ogni aspetto della loro scelta e questa scelta non è condizionata da altro al di fuori delle loro valutazioni. Nella realtà non esiste, di fatto, una situazione di scambio che funziona in questo modo: ciò non toglie, però, che l'esperimento mentale di ridurre questa complessità ai termini della precedente definizione di mercato (e così di valore di mercato) è legittimo per rendere credibili, e quindi operativi, i presupposti concettuali e fornire così gli strumenti per poter costruire una rispettabile teoria della valutazione.

Insieme al concetto di valore di mercato, esistono altre accezioni di valore che si discostano, in parte, dal concetto di valore di mercato:

L'**highest and best use value** definito dall'ISVC come: il più proficuo uso di un immobile a seconda delle sue caratteristiche fisiche, giustificato in modo appropriato, ammissibile legalmente, finanziariamente sostenibile, e che risulti pari al più elevato valore del bene oggetto di valutazione; l' **existing use value**, definito dal TEGoVA, rappresenta invece la stima dell'ammontare cui un immobile dovrebbe essere scambiato alla data della valutazione basata sul mantenimento della destinazione d'uso attuale ma assumendo che l'immobile non sia occupato, nell'ambito di una transazione tra soggetti ben informati, non vincolati da particolari rapporti ed entrambi in grado di assumere decisioni con eguale capacità e senza alcuna costrizione.

Il **value in use** consiste nel valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi generati dall'utilizzo continuativo del bene immobile e dalla sua alienazione al termine della vita economica.¹⁷

Il **fair value**, in genere usato come sinonimo di valore di mercato, è un concetto contabile, adottato nella valutazione di molte categorie di *asset* dai principi contabili internazionali.

Al di là delle possibili definizioni e tipologie relative ai suoi diversi usi, il valore, in quanto concetto economico, si compone di alcuni caratteri che prescindono dalla particolarità dei beni a cui si ascrive.

Questi caratteri sono tipici di ogni bene economico e ad essi bisogna saper risalire per mantenere saldi i fondamenti su cui poggia ogni teoria della valutazione, con i suoi termini e i suoi metodi:

¹⁷ Il value in use è una valutazione puramente soggettiva in quanto non è inserita all'interno di una situazione di scambio commerciale che debba condurre alla conclusione di una transazione: è la valutazione che il proprietario dell'immobile può fare allo scopo di comparare opportunità di investimento alternativo.

- *utilità*, vale a dire la capacità di un bene di soddisfare i bisogni e i desideri di un soggetto;
- *scarsità*, cioè la quantità disponibile di un bene rispetto alla sua richiesta da parte di un soggetto;
- *desiderabilità*, ovvero la volontà di un soggetto di entrare in possesso del bene;
- *accessibilità*, cioè la possibilità di un soggetto di entrare in possesso del bene mediante l'impiego di risorse a sua disposizione.

La configurazione di ognuno di questi quattro caratteri e il modo in cui interagiscono fra loro, creano i presupposti per la formazione di un valore da più soggetti. Nella definizione del valore di un immobile oggetto di valutazione, il valuer risponde ad una procedura sistematica che consiste nei seguenti passaggi:

1	Definizione del perimetro di valutazione				
	Identificazione degli utilizzatori finali	Finalità della valutazione (definizione di valore)	Identificazione della data di riferimento	Identificazione delle caratteristiche del bene (inclusi la localizzazione e i diritti immobiliari da valutare)	Identificazione di eventuali circostanze straordinarie
2	Ampiezza della valutazione				
3	Raccolta delle informazioni e descrizione del bene				
	Informazioni sull'area di riferimento (caratteristiche generali della regione, città e quartiere)	Informazioni sul bene immobiliare in analisi (caratteristiche specifiche dell'area e dell'immobile, attività svolta, ecc.)	Informazioni su immobili comparabili (vendite, offerte, trend di vendita, costi e ricavi, ammortamenti, <i>capitalization rates</i> , ecc.)		
4	Analisi delle informazioni				
	Analisi di mercato (analisi della domanda e dell'offerta, <i>marketability analysis</i>)			Highest and best use analysis (area non edificata, sviluppo ideale, bene immobile così come costruito)	
5	Valore dell'area				
6	Applicazione delle metodologie di valutazione				
	Al costo	Di mercato	Reddituale		
7	Riconciliazione delle valutazioni				
8	Valore del bene immobile				

La valutazione immobiliare, a differenza per esempio del *pricing* dei titoli finanziari, non può contare su metodologie realmente standardizzate. La natura dei beni immobiliari è tale per cui ogni immobile rappresenta in sostanza un unicum, in virtù dell'immobilità e dell'eterogeneità mai perfettamente assimilabile a nessun altro immobile. Queste caratteristiche, rendono il processo di valutazione discrezionale, ma composto da fasi intuitive e schematizzabili.

Il passo 1 del rapporto di valutazione è la definizione delle finalità e l'identificazione degli utilizzatori finali. La scelta della metodologia appropriata avviene primariamente sulla base della destinazione della stima di valore. Sapere in quale contesto, per quali fini e a chi sarà destinato il rapporto condiziona il resto del lavoro. Sottovalutando tali informazioni, il *valuer* può incorrere in errori considerevoli di stima, stanti anche la correttezza delle analisi successive e la giusta applicazione dei criteri; la datazione e una prima ricognizione sui fondamentali dell'immobile, tecnici e giuridici nonché la sua collocazione geografica ed economica nel mercato, completano il primo screening di valutazione.

Il punto 2 è un importante accorgimento di metodo: stabilire l'ampiezza della valutazione, quindi fissare i confini di ciò che si prenderà in considerazione nel rapporto.

La fase centrale, 3, consiste nella raccolta di informazioni. Informazioni sul contesto geografico (urbanistico e istituzionale), sulle caratteristiche specifiche dell'immobile¹⁸ e sui *comparables*, cioè sugli immobili simili osservati in relazione ai dati di compravendite già effettuate oppure a trend del mercato e dei tassi di capitalizzazione.

Nella fase 4 l'analisi delle informazioni passa per lo studio delle condizioni di *marketability* dell'immobile. Vengono valutate, a partire dai dati raccolti nella fase precedente, le variabili che possono avere effetto sulla posizione dell'immobile nel mercato. Nello stesso contesto, l'immobile viene valutato nella sua capacità di esprimere il suo massimo valore potenziale: l'*highest and best use*.

Stabilito il valore dell'area su cui è edificato l'immobile, nella fase 5 il *valuer* ha a disposizione tutti gli input da utilizzare nei metodi di valutazione scelti per processare le informazioni e restituire le stime di valore. La fase 6, terminata la raccolta, l'interpretazione e la scelta delle informazioni, è quindi una fase di calcolo.

¹⁸Le principali sono: localizzazione, caratteristiche fisiche (architettoniche e costruttive), inquadramento urbanistico ed economico, stato dei diritti reali pendenti sulla proprietà, situazione legale.

Nella fase 7 avviene una riconciliazione dei risultati, cioè un confronto tra i risultati prodotti dai sistemi di valutazione da cui poi, secondo le ultime e definitive considerazioni, il valuer chiuderà il rapporto estraendo il valore del bene immobile oggetto di analisi.

1.5.1 Development Replacement Cost

Il metodo del **Development Replacement Cost** (DRC) o costo di ricostruzione, basa sul concetto economico di costo, il processo di valutazione. Il costo in questo contesto di valutazione è l'ammontare di risorse impiegato per produrre il bene immobiliare. Nella sua fase di attuazione, il DRC fa ricorso al cosiddetto principio di sostituzione, il quale afferma che:

“nessun investitore razionale sarebbe disposto a pagare un prezzo superiore al prezzo di acquisto di un'area nella medesima localizzazione e ai successivi costi di realizzazione di un bene che abbia caratteristiche di utilizzo comparabili”

Questo postulato di razionalità rende il DRC capace di stimare un valore soglia che orienta anche valutazioni condotte con metodi di mercato. Il *benchmark* del costo di ricostruzione è quindi utilizzato dall'investitore per muoversi tra la scelta di *comparables* dell'immobile su cui desidera investire.

Il DRC procede sistematicamente alla stima dei costi necessari per la ricostruzione dell'immobile effettuando una prima scelta tra il calcolo dei costi totali alla data di valutazione delle risorse originali impiegate nella costruzione o alternativamente delle risorse attuali, cioè presenti attualmente nel mercato, con un valore di mercato corrente.

Il processo edilizio è la sequenza organizzata delle fasi che portano dalla progettazione alla costruzione fino alla gestione di un immobile, nuovo o esistente: è lo schema generale di un'operazione di sviluppo immobiliare nella sua fase di produzione o riqualificazione. Il DRC deve partire da qui per svolgere un'accurata analisi dei costi implicati in ognuna delle fasi.

Anche trascurando la fase preliminare di studio di fattibilità tecnico-economica che precede ogni operazione di sviluppo, il *valuer* scompone le sequenze di attività che portano alla costruzione dell'immobile oggetto di valutazione per stimarne il costo; la

complessità della struttura architettonica e delle condizioni di edificabilità può richiamare un'incidenza notevole dei costi di progettazione. Tali costi si fanno rientrare nei costi indiretti, cioè che non pertengono direttamente la costruzione, insieme ai costi amministrativi, gestionali, agli oneri finanziari e tributari per lo sviluppo dell'immobile.

Ceteris paribus, i costi strettamente edili, o costi diretti di costruzione, vengono affrontati secondo diversa ampiezza di analisi e gradi dettaglio:

- con il *comparative unit method*, il *valuer* stima il costo di un comparabile deducendone il costo unitario in riferimento alla dimensione del costruito e lo applica poi, salvo rettifiche, all'immobile oggetto di valutazione;
- con lo *unit in place method*, la stima entra in un dettaglio maggiore, analizzando i capitolati di costruzione e valutando il costo delle macro voci;
- con il *quantity survey method*, il costo complessivo di costruzione è stimato attraverso un'analisi approfondita dei capitolati di costruzione, rettificati con le variazioni analitiche ai correnti valori di mercato.

Gli ultimi fattori oggetto di valutazione secondo il metodo DRC sono il deprezzamento¹⁹ dell'immobile e il valore dell'area su cui l'immobile insiste; solitamente l'area è valutata al netto delle edificazioni esistenti con il criterio dell'*highest and best use*

Il metodo DRC stima un immobile nel suo valore intrinseco (o in quello delle sue realizzazioni) deducendone il costo complessivo per un nuovo sviluppo.

La filosofia che regge il metodo è orientata ad una visione patrimoniale del bene, per cui al bene viene assegnata una misura propria di *stock* che ne definisce il valore al momento della valutazione. I *comparables* possono essere chiamati in causa nell'uso del *comparative unit method* per la stima dei costi diretti di ricostruzione, ma in generale l'attenzione al mercato di riferimento del bene non rappresenta un prerequisito di valutazione e potrebbe, in linea di principio, anche mancare del tutto.

¹⁹ Il deprezzamento avviene per cause di deterioramento fisico, funzionale, ambientale o normativo dell'immobile. L'ultimo è il caso di un immobile non più a norma secondo le più recenti regolamentazioni per esempio in materia di sicurezza.

Il metodo DRC si rende allora necessario per la valutazione di immobili la cui collocazione nel mercato non ne permette una comparazione con immobili simili, o perché immobili simili non esistono, o perché confrontarli risulterebbe poco utile ai fini di un'adeguata valutazione.

1.5.2 Market Comparison Approach

Il **Market Comparison Approach** (MCA) si fonda sul principio per cui il valore di un immobile dipende fundamentalmente dal valore di immobili simili: si può pensare al MCA come un criterio esterno basato sull'analisi comparativa tra immobili simili, rispetto al DRC nel quale il valuer guarda dall' "interno" l'immobile che sta valutando. Le condizioni di applicabilità del MCA sono legate alla collocazione dell'immobile valutato all'interno del mercato. Vale a dire, prima di tutto, che deve esserci un mercato, un luogo di scambio in un cui l'incontro tra domanda e offerta stabilisce il prezzo; in secondo luogo, il mercato deve essere tendenzialmente in equilibrio, cioè la determinazione dei prezzi deve riflettere le dinamiche di domanda e offerta. Questo consente di presumere un'omogeneità dei prezzi di immobili con caratteristiche simili. In ultima analisi, la presenza di esternalità di mercato deve essere tale da originare un effetto sistemico sul valore dell'immobile.

La procedura di analisi secondo il MCA passa attraverso cinque fasi:

1. *ricerca delle informazioni*, cioè la selezione di un cluster di parametri dai quali partire per individuare i *comparables* e la costruzione di un set di *comparables* dei quali analizzare le transazioni sul mercato o i trend di vendita;²⁰
2. *verifica delle informazioni*;
3. *selezione delle unità di misura* per la valutazione dei *comparables* secondo i parametri scelti e lo svolgimento dell'analisi comparativa per ogni transazione;
4. *analisi delle differenze nelle transazioni* esaminate rispetto all'immobile;
5. *riconciliazione delle varie stime di valore* relative ai *comparables* e alle transazioni analizzate per arrivare ad un'indicazione finale di valore o a un range di valori.

²⁰ Le principali fonti per la ricerca delle informazioni sono le fonti pubbliche, per esempio il catasto e le agenzie del territorio, i data providers professionali.

Nella scelta dei *comparables*, vengono utilizzati dei parametri quali informazioni utili alla base delle opzioni disponibili sul mercato:

- l'*ubicazione*;
- le *caratteristiche fisiche, economico-finanziarie, urbanistiche*;
- la *condizione giuridica*;
- le *condizioni del mercato di riferimento* attuali e prospettiche;
- le *componenti idiosincratiche di valore*, non strettamente immobiliari come il prestigio della localizzazione, la reputazione degli inquilini passati, i caratteri sociali che ne condizionano la desiderabilità.

Individuati i *comparables* e le transazioni interessanti, l'analisi MCA procede costruendo dei prospetti per ogni transazione sulla base dei parametri scelti. Tutti i dati raccolti convogliano poi nel cosiddetto prospetto di rettifica, una griglia di valutazione, utile ad approntare un progressivo aggiustamento del valore dell'immobile scontando le modifiche rilevate secondo una quantificazione percentuale.²¹

1.5.3 Il rischio e il limite del MCA

Il metodo MCA, come detto, guarda all'esterno dell'immobile più di quanto non guardi all'interno: il *valuer* seleziona dei parametri di base di valutazione e cerca sul mercato immobili simili a quello che sta valutando. Così facendo sposta la sua attenzione al riferimento contestuale in cui il' immobile è collocato; ovviamente non può trascurare le caratteristiche intrinseche del suo oggetto di valutazione, se dovrà poi porle a confronto con i *comparables* e le transazioni rilevate sul mercato. La compilazione del prospetto di rettifica passa attraverso un confronto in cui sono espliciti i valori dei parametri dei comparables ed impliciti i valori dell'immobile in esame. Tuttavia le condizioni di mercato, riassunte nella griglia estimativa delle transazioni sui comparables, sono il *benchmark* di valutazione. In questo senso lo sguardo risulta prevalentemente esterno.

²¹ La rettifica avviene sottoponendo tale valore a tutti i parametri individuati e definendo in percentuale l'impatto di questi parametri sul prezzo dell'immobile.

Altra tecnica mette a confronto ognuno dei parametri dell'immobile oggetto di valutazione e del comparable, scontando in percentuale sul valore di ogni parametro

Un *valuer* molto attento si porrà la questione di individuare di quanto le logiche di mercato sono in grado di riflettere il valore espresso dai fondamentali tecnico-economici dell'immobile che si sta valutando. La risposta, ovviamente, è da ricercare nel mercato, il quale esprime le migliori valutazioni in virtù della razionalità delle parti impegnate nelle transazioni, che tenderanno ad ottimizzare i loro investimenti ricercando la massima utilità ed evitando il più possibile sprechi di risorse. Dunque i prezzi di mercato definiti in transazioni libere e informate saranno il miglior indicatore di valore degli immobili scambiati.

Un *valuer* ancora più attento, però, non si accontenterà e andrà oltre: come è possibile sapere se il mercato, per qualche ragione, non si stia sbagliando, e stia quindi attribuendo un valore agli immobili che non sia tale da confermare le aspettative delle parti impegnate nelle transazioni, che su quelle stesse aspettative hanno basato le proprie stime di valore e hanno condotto a termine transazioni confluite nella fissazione di un certo prezzo di mercato degli immobili negoziati?

La risposta a questa più attenta analisi non è immediata. Ci si può arrivare per gradi. Si può immaginare che vi siano senz'altro transazioni effettuate a condizioni particolari che hanno condotto ad un prezzo di mercato di immobili che non ne riflettano le reali caratteristiche tecniche ed economiche, ma intuitivamente si può affermare che il mercato è affidabile perché tendenzialmente scoraggia le valutazioni sbagliate, contando su un numero significativo di esempi di transazioni efficaci che hanno condotto ad una soddisfacente valutazione di immobili appartenenti a classi di caratteristiche tecnico-economiche simili.

Questo equivale a dire che la maggior parte delle transazioni sono libere e informate, o comunque efficaci, e il mercato risulta alla fine il miglior riferimento per la valutazione immobiliare.

1.5.4 Metodi reddituali e finanziari

I metodi reddituali di valutazione si fondano sull'idea che il valore di un bene sia funzione del reddito/flussi di reddito (o di cassa) attuali o prospettici generati dal bene stesso. Un'idea di questo tipo piazza questi metodi nel mezzo tra una visione interna della valutazione, come quella dei metodi di costo, e una visione esterna, come nel caso dei metodi di mercato.

La proposta dei metodi reddituali sembra adatta ad evitare i limiti degli altri metodi analizzati. Condizione della loro applicazione, però, è lo stato di locazione dei beni valutati, dal quale deriva un canone che rappresenta il reddito generato dall'immobile

da cui partire per l'analisi dei flussi di cassa: questa condizione non li rende adatti alla valutazione degli immobili residenziali, che sono in genere meno soggetti a locazione, a causa di un'alta percentuale di immobili abitati dai proprietari.

Il primo dei due principali metodi reddituali è l'**Income Generated Analysis (IGA)**, detto anche metodo della capitalizzazione diretta. Questo metodo prende in considerazione il reddito da locazione prodotto da un immobile in un anno. Il reddito annuo può essere un valore puntuale in caso di flussi annuali prospettici di reddito costanti oppure un valore medio in caso di variazioni nei redditi. Il suo utilizzo è preferibile comunque per immobili per i quali il valore annuale dei canoni sia abbastanza stabile.

$$Valore = \frac{Reddito}{Cap Rate}$$

Entrando in maggior dettaglio occorre definire più precisamente la misura del reddito da inserire nell'equazione per il calcolo del valore. Tramite derivazione contabile possiamo arrivare ad una misura del reddito appropriata:

Ricavo lordo potenziale
- previsione <i>vacancy</i>
Ricavo lordo effettivo
- spese operative
Margine operativo lordo (MOL)
- oneri finanziari
Reddito operativo netto

Il ricavo lordo potenziale è una stima del reddito generabile dall'immobile in caso di completa e costante occupazione (*vacancy*). Al netto delle previsioni di *vacancy*, di quanto cioè si prevede di occupare l'immobile nell'arco del periodo di riferimento, si ottiene il ricavo lordo effettivo. A questo valore si sottraggono le spese operative: costi fissi, costi variabili e accantonamenti. La variabilità dei costi dipende dal *vacancy rate*. I costi fissi vengono sostenuti indipendentemente dal fatto che l'immobile sia o meno occupato; gli

accantonamenti comprendono i costi di manutenzione e di sostituzione di elementi obsoleti o deteriorati.

Il margine operativo lordo (MOL) è il valore generalmente utilizzato nelle stime secondo capitalizzazione diretta²²: la scelta è dovuta dalla necessità di un valore che tenga conto soltanto del margine sui ricavi caratteristici dell'immobile, senza calcolare la condizione finanziaria e l'onere di rimborso dei debiti.

Per tali motivi, l'equazione del valore con il metodo IGA diventa:

$$Valore = \frac{MOL}{Cap Rate}$$

Come il reddito, anche il tasso di capitalizzazione è suscettibile di un'analisi più approfondita. Il cap rate, rappresenta la relazione tra il MOL annuale generato e il valore dell'immobile. In presenza di una quantità rilevante di dati di mercato per comparabile su MOL e valori complessivi, il cap rate è stimabile con metodi comparativi di mercato.

Per un calcolo più diretto, occorre tener presente che il tasso di capitalizzazione deve riflettere il *risk premium* specifico dell'investimento. Il calcolo si baserà allora sul *risk free rate* e sul premio per il rischio di investimenti in immobili comparabili:

$$Cap Rate = \rho * (RE Comparables Risk Premium - Risk Free Rate)$$

in cui la differenza tra i *risk premium* si presume strettamente positiva e rappresenta un fattore di rettifica.

I tassi di ritorno atteso sugli investimenti dipendono da condizioni macro e microeconomiche quali il grado di rischio percepito, i trend di sviluppo del mercato di selezione dei comparables, le aspettative sull'inflazione, l'onerosità del capitale di debito, il livello di imposizione fiscale.

Il secondo dei due principali metodi reddituali è quello che più avvicina la valutazione immobiliare alle tecniche di valutazione delle *securities* finanziarie. Il concetto di riferimento è l'attualizzazione dei flussi reddituali prospettici in un arco di tempo che può coincidere con l'*holding period*, il periodo di detenzione proprietaria, oppure con la durata utile dell'immobile. L'idea alla base di tale metodo è la nozione secondo la quale il valore

²² I valuers nel mercato immobiliare italiano tendono ad utilizzare il ricavo lordo effettivo sia nella stima del valore che dei cap rate. Questo avviene per la scarsa trasparenza e la mancanza di dati del mercato, in cui sono difficilmente disponibili informazioni sulle spese operative. Ne risultano analisi con un ordine di precisione minore.

derivi dalla capacità dell'immobile di generare flussi in un certo arco di tempo, scontati ad un tasso che riflette il valore temporale e le condizioni di rischio dell'investimento. Il valore restituito sarà un valore attuale che incorpora le previsioni di redditività dell'immobile.

Il **Discounted Income Flow Analysis** che considera il flusso di reddito come unità nel calcolo, può essere rappresentato:

$$Valore = \sum_{t=0}^{n-1} \frac{R_t}{(1+r)^t} + \frac{VRC_n}{(1+r)^n}$$

Il valore è dato dai flussi di reddito R per tutte le scadenze t (si suppongono scadenze annuali) attualizzate ad un fattore di sconto di cui r rappresenta il tasso. Il Valore Residuo di Cessione (VRC) è il prezzo a cui si presume di vendere l'immobile al tempo n, cioè alla fine dell'holding period.²³

Anche questo valore è attualizzato scontando al tasso r ed è sommato all'attualizzazione dei flussi di reddito, per il calcolo totale del valore.

I flussi possono essere di reddito oppure di cassa. La scelta di un'unità contabile o dell'altra condiziona oltre che i fini di valutazione anche il grado di astrattezza economica delle previsioni.

Il reddito è infatti una derivazione contabile che non è immediatamente traducibile in entrate monetarie effettive: per questo la Discounted Cash Flow Analysis utilizzando il flusso di cassa, anziché di reddito, garantisce un prospetto più verosimile sulla capacità effettiva di generazione di risorse finanziarie da parte dell'immobile.²⁴

Il tasso di sconto utilizzabile per l'attualizzazione dei flussi di cassa è il costo medio del capitale ponderato per il peso specifico delle due componenti di copertura finanziaria del capitale investito netto, il capitale di credito (*debt*) e il capitale azionario (*equity*).

La formula standard per il **WACC, Weighted Average Cost of Capital**, è:

²³ Il VRC può essere calcolato capitalizzando il canone previsto R al tempo n con un opportuno cap rate.

²⁴ Il flusso di cassa operativo deriva dalla sola considerazione dei costi caratteristici dell'immobile, a prescindere dalla struttura finanziaria e dagli strumenti di finanziamenti adottati per condurre l'operazione immobiliare. Il Free Cash Flow from Operation (FCFO) ed esprime il cash flow prodotto dagli investimenti operativi del capitale investito netto – il totale degli attivi patrimoniali in bilancio al netto delle poste rettificative (ammortamenti, svalutazioni, rischi). Il Free Cash Flow to Equity (FCFE) tiene conto di tutte le altre operazioni di cassa (oneri finanziari, tasse etc.) per arrivare a derivare il flusso di cassa disponibile per gli azionisti.

$$WACC = r_e \frac{E}{E + D} + r_d \frac{D}{E + D} (1 - \tau)$$

E e D sono *equity* e *debt* e la loro somma equivale al capitale investito. La quota di equity e di debt sul capitale investito è indice della struttura finanziaria adottata per l'investimento immobiliare. Il costo del debito r_d equivale alla media degli interessi dovuti agli istituti finanziari. Il costo dell'equity r_e equivale al rendimento richiesto dagli azionisti. Al costo ponderato del debito è sottratto il *tax shield*, la deduzione degli interessi dall'imponibile fiscale.²⁵

²⁵ Il tasso di sconto calcolato come WACC esprime il rischio insito nell'investimento immobiliare ed è in questo senso analogo al cap rate. La differenza principale dei due tassi, il WACC e il cap rate, risiede nel fatto che il calcolo del WACC prevede l'esplicitazione della struttura finanziaria dell'operazione immobiliare, cioè delle quote di equity e debt impiegate a copertura dell'investimento. Un'indicazione ulteriore di rischio è fornita dalla patrimonializzazione dell'investimento, cioè dalla misura della quota di equity sulla struttura finanziaria dell'operazione.

CAPITOLO 2

ASSET CLASS RETAIL NEL REAL ESTATE

2.1 Introduzione

Il termine *retail property* (detto anche *retail real estate*) si riferisce a edifici o terreni destinati a generare un profitto derivante sia da plusvalenza o redditi da locazione: proprietà utilizzate per creare denaro. Dall' affitto di spazi per il mercato, alla costruzione di un edificio, gli immobili commerciali comprendono edifici per uffici, proprietà industriali, centri medici, alberghi, centri commerciali, negozi, edifici residenziali multifamiliari, magazzini e garage.

Molti di noi spesso si concedono una sana “*retail therapy*”; ma quanti hanno mai considerato d' investire in tale mercato? Puoi affittare un negozio o diversificare il tuo portafoglio d' investimenti; qualunque sia la modalità, il panorama *retail* è uno dei più grandi e diversificati settori nello scenario del mercato immobiliare-commerciale per il quale vale la pena “dare un'occhiata”.

Gli sviluppi e le opportunità remunerative, che sorgono alla luce di questo settore d' investimento, sono molteplici e ad essi sono connessi ostacoli e rischi interni ed esterni al mercato: a tal proposito risulta opportuno comprendere a cosa si collega la locuzione *retail real estate*.

2.2 Conoscere il mercato retail

L'espressione *retail* comprende tutte le proprietà di vendita al dettaglio che sono utilizzate esclusivamente per commercializzare e vendere i beni di consumo e servizi: spazia da centri commerciali, singoli negozi, negozi “*pop-up*”²⁶ a negozi “*big box*”.²⁷

Gli elementi alla base dell'investimento sono i flussi in entrata, in uscita, tempistica dei flussi finanziari, e il rischio: la capacità di analizzare questi elementi è la chiave nella fornitura di servizi per gli investitori.

²⁶ Definiti anche “guerrillastore”, i “pop up store” nascono come “negozi a tempo”, i quali una volta esaurita la merce in assortimento chiudono i battenti. Nella loro versione originaria, gli spazi interni sono spartani, il personale è ridotto al minimo e anche al loro esterno non vi sono particolari insegne o arredi. La pubblicità è pressoché nulla, perché si punta tutto sul passaparola.

²⁷ Un big-box store (anche supercenter, superstore o megastore) è un stabilimento fisico di grandi dimensioni, di solito parte di una catena. Il termine a volte si riferisce, in senso esteso, all'azienda che gestisce il negozio.

I flussi in entrata e in uscita sono il denaro che viene immesso, o ricevuti dalla proprietà compreso il costo originario di acquisto e dei ricavi di vendita, per tutta la durata dell'investimento. Un esempio di questo tipo è un **fondo immobiliare**.

Categorizzando le tipologie di flussi di cassa, possiamo dividerli in:

- *Affitto;*
- *Recuperi di spese di funzionamento;*
- *Tasse: parcheggio, distributore, servizi;*
- *Proventi dalle vendite;*
- *Vantaggi fiscali;*
- *Ammortamenti;*
- *I crediti d'imposta.*

Le uscite di cassa comprendono:

- *Investimento iniziale;*
- *Tutte le spese di funzionamento e le tasse;*
- *Servizio di debito (pagamento del mutuo);*
- *Spese in conto capitale e costi di locazione;*
- *Costi a seguito della cessione.*

La temporizzazione dei flussi in entrata ed in uscita è una delle componenti più importanti da conoscere così da prevedere i periodi di flussi positivi e negativi.

Il rischio dipendente dalle condizioni di mercato, dai locatari attuali e la probabilità che essi rinnovino i contratti di anno in anno: è molto importante essere in grado di predire la probabilità che i flussi in entrata e in uscita saranno nelle quantità previste, la probabilità che la temporizzazione sia come previsto e anche la probabilità che si presentino flussi di cassa inaspettati e in che quantità.

Le *retail property* attirano una gamma diversificata di investitori, quali acquirenti privati, investitori stranieri e fondi immobiliari.

L'appetibilità per gli investitori, è mostrata dagli alti rendimenti che il settore offre. I rendimenti sono calcolati come percentuale del reddito da locazione annuo, diviso per il prezzo pagato per la proprietà: generalmente le rese variano tra il 5% - 6%. Questo è un

grande risultato per gli investitori che desiderano un impiego basato sui flussi di reddito e sulla crescita della plusvalenze.

A differenza delle locazioni residenziali, quelle per il mercato *retail*, di solito, sono firmate per almeno cinque anni. Questo si traduce in duplice beneficio: permettere al locatario di poter stabilire il proprio business e offrire al locatore maggiore sicurezza. Inoltre i fatturati degli affitti concedono ai proprietari un'ulteriore percentuale lorda sui rendimenti di un business.

Investire nel *retail real estate* vuol dire “catturarne” i principali vantaggi, ma è necessario essere consapevoli anche dei rischi ad esso connessi.

La vendita al dettaglio può essere un business difficile. Il settore *retail* è molto sensibile allo stato dell'economia. Se l'economia è indebolita, il settore *retail* soffre e le imprese possono fallire. Come investitore, è necessario essere preparati all'eventualità di periodi di posti vacanti durante le recessioni economiche; potrebbe anche essere necessario offrire incentivi o affitti ridotti per attirare inquilini in tempi difficili.

E' fondamentale ottenere informazioni sui locatari prima di firmare un contratto: quanto sicuro è il loro business e qual è la loro probabilità di default, sono *key points* da considerare.

Elevati costi d' investimento. Uno dei principali ostacoli per una molteplicità di investitori risiede nella richiesta da parte delle banche di almeno il 30% di deposito con un impiego di tassi d' interesse più elevati.

Cambiamento dei modelli di consumo e dati demografici. La posizione è critica nelle *retail property*. Facile accessibilità (parcheggio, trasporti pubblici), traffico pedonale e tipo di business devono soddisfare la demografia della zona: se una di queste componenti cambiano, un'impresa può perdere rapidamente il business.

2.3 La Retail Concentration

La letteratura professionale che studia il settore *retail*, verificando in che misura la concentrazione dei centri commerciali (siano essi regionali o “super regionali”) influenza i livelli di affitto e l'impatto differenziale che può esercitare su varie categorie di beni sulla base anche di contesti urbani diversi, comprende una vasta gamma di argomenti e di autori che per anni hanno esaminato i processi attraverso l'uso di modelli empirici.

Essenzialmente, un centro commerciale è una struttura autonoma di vendita al dettaglio progettata per massimizzare le vendite dei singoli negozi e gli affitti per il locatore, attraverso un mix di *tenants* (inquilini) ottimale.

In quanto tali, le *retail properties* sono la più rilevante applicazione del concetto di agglomerazione economica²⁸ e si poggia sulla teoria dell'attrazione cumulativa, la quale afferma che:

"un insieme di negozi che si occupano della medesima merce otterranno più profitti se in prossimità tra loro o adiacenti, rispetto ad una disposizione disseminata" (Nelson, 1958).

Ottimizzare il mix di *tenants* comporta la scelta di inquilini appropriati, nella giusta dimensione, "vendendo il prodotto giusto, al momento giusto". Per questo motivo, la massimizzazione delle esternalità, derivanti dalle economie di agglomerazione nei centri commerciali, è intrinsecamente legata ai *tenants* e, fondamentalmente, alla concentrazione del *retail* all'interno delle categorie dei negozi.

Yuo et al. (2003) a conclusione di uno studio sulla gestione di esternalità positive nei centri commerciali U.K., suggeriscono di utilizzare modelli che incorporano misure di varietà di inquilini e di qualità, ricorrendo anche ad indici di concentrazione come l'indice Herfindahl.²⁹

La letteratura accademica sui centri commerciali si è evoluta intorno a varie teorie riferite alla struttura dello spazio urbano (es. Hotelling, 1929, Christaller, 1933), con strategie riguardanti la configurazione del centro commerciale e ubicazione dello *store*: negli ultimi due decenni il settore *retail*, in particolare i centri commerciali, ha dato origine un vasta produzione letteraria che comprende un ampio spettro di opere.

²⁸ Agglomerazione (o agglomerato) è un termine tecnico usato in alcuni ambiti, come l'urbanistica e la geografia urbana, per indicare una città estesa che comprende il tessuto costruito da un comune centrale di grosse dimensioni, unito ai sobborghi e alle città satellite che lo circondano. In chiave economica, il termine richiama un'area extra urbana monocentrica: in questo senso l'agglomerazione nasce attorno ad una città di maggiore rilevanza rispetto alle altre che si possono definire come città satelliti. La dipendenza non è solo demografica ma anche di servizi.

²⁹ L'indice di Herfindahl è un indicatore della concentrazione del potere economico. Questo è pari alla somma del quadrato delle quote di mercato di tutte le n imprese operanti in un settore industriale o mercato. È generalmente indicato con la lettera H. Dato un settore industriale (mercato) con n imprese, ciascuna avente una S_i quota di mercato, l'indice di Herfindahl può essere calcolato con la seguente formula:

$$H = \sum_{i=0}^n S_i^2$$

Il valore dell'indice di Herfindahl varia da 0 a 1. Quando l'indice si avvicina al valore zero (0) indica una concentrazione minima del potere di mercato. Viceversa, quando l'indice si avvicina al valore uno (1) indica una concentrazione massima del potere di mercato.

Dal lato della domanda, le questioni affrontate vanno dalla posizione-demografia complessiva, alle valutazioni socio-economiche e di accessibilità-vicinanza, mobilità delle famiglie, fino ad analizzare le opzioni nella struttura delle *retai properties* (Kim, 2004; Carpenter e Moore, 2005; Biba Et al., 2006); all' opposto, lato dell'offerta, la letteratura affronta questioni legate strettamente alla scelta dei *tenants*, differenziazione di prodotto (Lee et al., 2006), *brand* e immagine del centro commerciale (Mazursky e Jacoby, 1986; Grewal et al., 1998), design (Brown, 1999) e ,di recente identificazione, l' avvento dello *shopping online*.

Le tematiche più importanti, che nel corso degli anni sono state oggetto di studi, possono essere ricondotte a:

1. *Struttura degli affitti e condivisione dei rischi*

I problemi sulle dinamiche della struttura degli affitti commerciali sono stati ampiamente studiati, seppur questi rimangono embrionali a causa della riservatezza delle informazioni.

La meccanica che sottende gli affitti supplementari o *overage*³⁰, espressi in percentuale delle vendite annuali sulla base di una determinata soglia pre-negoziata, sono tra le maggiori questioni sollevate dagli studiosi.

Benjamin et al. (1990), analizzando gli affitti commerciali derivanti da 103 locazioni (negozi nazionali, locali e indipendenti), concludono la loro opera individuando l'affitto come una variabile direttamente proporzionale alle soglie di vendita solo nelle zone dove si applicano tassi più alti, rispetto a quelli base che si mantengono bassi e costanti.

Nell' esaminare gli affitti commerciali, alcuni autori tendono a considerare di fondamentale rilievo, l'uso degli affitti percentuali. L'affitto percentuale è un affitto aggiuntivo pagato in base a una percentuale di vendite lorde.

Questo strumento non rappresenta altro che una modalità di condivisione del rischio tra il locatore e il locatario; di fatto, da uno studio svolto da Miceli e Sirmans (1995), è sorto come il tipo di affitto pagato dipende dalla rispettiva avversione al rischio del padrone e degli inquilini. Un affitto base verrà applicato quando quest'ultimo è neutrale al rischio, a differenza del padrone avverso al rischio; al contrario, è applicato un affitto percentuale qualora entrambe le parti sono avverse al rischio.

³⁰ L'affitto *overage* è un termine usato per descrivere l'importo aggiuntivo di affitto che un inquilino deve pagare una volta che le vendite raggiungono un obiettivo prefissato. Un tipico contratto di affitto *overage* coinvolge solitamente un componente di affitto di base e una quota delle vendite totali una volta che queste raggiungono un importo prestabilito per quel particolare mese o anno.

2. *Età e fedeltà della clientela*

La maggior parte degli autori concorda sul fatto che l'età del centro commerciale influisca sugli affitti e sul valore negativamente, a condizione che non siano state avviate opere di restauro o risanamento.

A differenza però di quanto stabilito, Tay et al. (1999), indagando sul mercato commerciale di Hong Kong, hanno trovato come il livello di affitto è positivamente correlato all'età di un centro commerciale quando si va a considerare la fedeltà dei clienti che tende a crescere nel tempo.

Guardando il tema dell'età da un'altra prospettiva, Fisher e Lentz (1990) ricercano la base economica per l'esistenza del valore d'impresa (*enterprise value*) in un centro commerciale. L'analisi mostra che gli inquilini di successo che sono stabiliti nel centro commerciale da molto tempo, preferiscono rinnovare un contratto di locazione ad un prezzo più alto rispetto a quello pagato da un nuovo *tenant*; questo è un modo per il *property* di raccogliere i benefici della continuità aziendale: valore che è stato creato nel tempo.

Pertanto, la direzione dell'impatto esercitato dall'età dei centri commerciali sugli affitti base, dipende da diversi fattori quali il mix di inquilini, la strategia di miglioramento delle costruzioni, la concorrenza tra i centri e il comportamento della clientela.

3. *Esternalità*

Con teorie di posizione come sfondo concettuale (vendite e affitti), le potenzialità nei centri commerciali sono contemplate attraverso i concetti delle economie di agglomerazione ed esternalità *inter-store*, derivanti dalla presenza di *tenants* ancorati. Sulla base del concetto di economie di agglomerazione, definite come i benefici derivanti da un insieme di attività economiche, i *tenants* possono negoziare affitti inferiori con gli *owners* (Anderson, 1985): secondo Gatzlaff et al. (1994) un loro possibile abbandono può causare il calo del reddito da locazione fino al 25%.

4. *Concentrazione*

Molti studi hanno esaminato in modo specifico la concentrazione *retail* e il suo impatto sui canoni di locazione del centro commerciale.

Yuo et al. (2004) hanno recentemente affrontato tale problema. La loro analisi, basata su 148 centri (circa 1.800 negozi) nel Regno Unito, identifica due indici di concentrazione fondati sia sulle categorie *retail* che sui marchi di prodotto; dimensione del centro

commerciale, numero di unità, numero di categorie retail e numero di marchi di prodotti sono inclusi nel modello come variabili di controllo.

I risultati suggeriscono come, a fronte di variabili statisticamente significative e correlate positivamente con i canoni di locazione, il marchio del prodotto viene utilizzato come criterio di concentrazione. Il rapporto, però, risulta invertito: questo implica che una riduzione della diversità di marca tende a ridurre gli affitti, a differenza delle economie di agglomerazione che portano ad elevati affitti.

Concludendo, i centri commerciali offrono un alto livello di concentrazione di beni (moda, beni speciali, informazioni e prodotti sanitari, ecc.) e quando le categorie tendono ad aumentare, aumentano le economie di agglomerazione, quindi gli affitti.

2.4 Overview sul mercato: dal post-crisi al presente

Se nel periodo pre-crisi contavano le dimensioni, oggi, a fronte di budget vistosamente ridotti, l'attenzione alla qualità dei centri commerciali è divenuta fondamentale.

La crisi è stata vista come un punto di svolta per tutti, dai *developer* ai *retailer*, e la selezione è stata severa; chi è perdurato però, oggi è più forte e ha compreso che, per conquistare il visitatore, è necessaria una specializzazione sempre crescente, sia in termini di prodotto che di format.

La crisi ha avuto naturalmente un impatto forte anche sulle proprietà degli *asset* italiani, con spinte evidenti alla concentrazione e, in alcuni casi, all'integrazione a valle, verso le società di servizi, con fusioni e acquisizioni mirate.

Nel nuovo panorama competitivo la parola chiave è "innovazione", a tutti i livelli, dai servizi ai format, alla finanza.

Per comprendere i cambiamenti avvenuti, non bisogna solo fare riferimento alla crisi, ma considerare che essa è intervenuta proprio nel momento in cui in Italia si passava dall'epoca dell'espansione a quella della maturità. In un mercato saturo le strategie di sviluppo, di gestione e di investimento, sia del mondo immobiliare che di quello *retail*, cambiano; infatti i *retailer* sono interessati maggiormente alle novità che al momento scarseggiano, per cui occorre pensare a nuovi progetti in linea con un mercato trasformato.

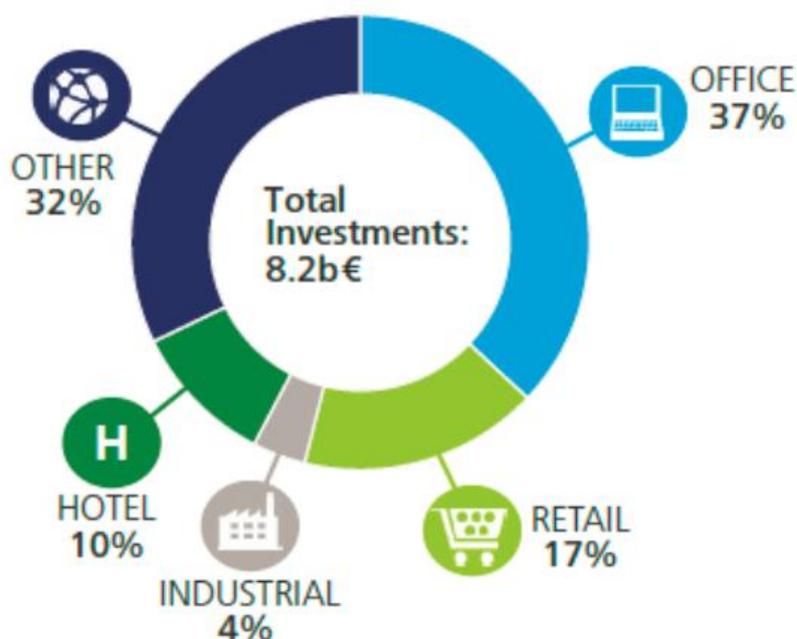
La crisi economica ha certamente anche cambiato l'atteggiamento degli italiani verso lo shopping. Le persone sono diventate molto attente alle occasioni e per ottimizzare le risorse a disposizione, gli italiani sono alla ricerca di soluzioni che coniughino al meglio qualità e risparmio.

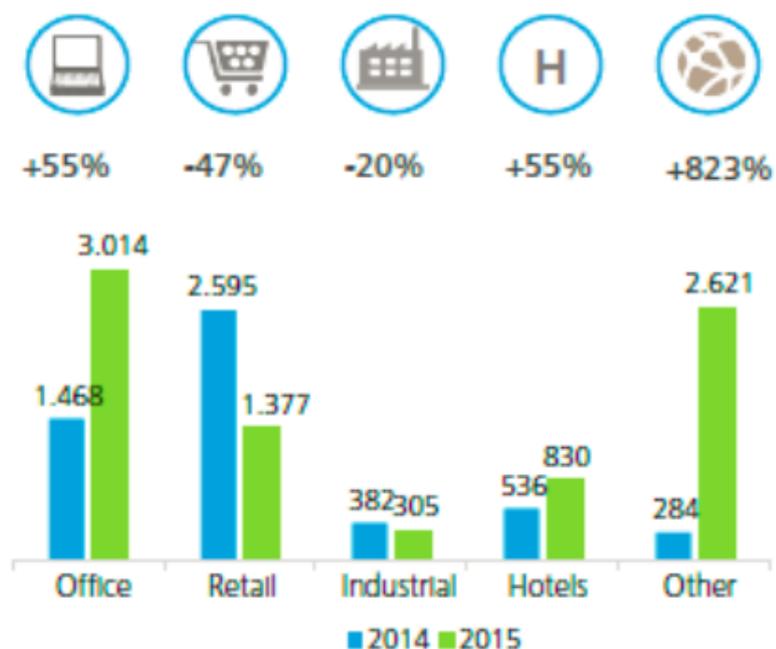
In linea generale la fiducia dei consumatori è tornata a crescere negli ultimi anni, dopo aver subito qualche rallentamento dovuto all'incertezza economica, generata dall'andamento del mercato dei capitali: il 2016 è stato un anno di crescita positiva e anche i dati di andamento del primo trimestre 2017 mostrano come offrire l'esatto mix tra prezzo, stile e qualità porta nella giusta direzione.

Partendo dal biennio 2014 – 2015, il mercato italiano Real Estate ha iniziato a mostrare segnali di crescita, con un livello totale di investimenti pari a 8,2b € nel 2015 in forte crescita rispetto al 2014 e con un parziale di 3,1b€ solo nell'ultimo trimestre dell'anno.

Il totale degli investimenti ha mostrato come l'*asset* preferenziale sia quello a destinazione direzionale, il quale ha suscitato l'interesse degli investitori globali alla ricerca di portafogli immobiliari di grandi dimensioni; il settore alberghiero mostra un miglioramento nel volume delle transazioni rispetto al 2014, influenzato da importanti eventi quali Expo di Milano, che ha attirato milioni di visitatori in Italia ed il Giubileo di Roma, iniziato a dicembre 2015.

I settori del *retail* e quello della logistica hanno registrato una riduzione del volume degli investimenti rispetto al 2014 principalmente a causa della carenza nella qualità dell'offerta. Milano e Roma rimangono le destinazioni con maggiore attrattività: sul totale degli investimenti nel settore effettuati nel 2015, 4,5b€ sono allocati su Milano (in aumento di circa 1/3 rispetto al 2014), mentre 0,8b€ sono stati effettuati a Roma (in crescita del 5%).





Totale degli investimenti 2014-2015 per segmento di mercato (m€)

Prime Net Yields (%)		Q4 2014	Q4 2015
	Office		
	Milan	5%	4%
	Rome	5.2%	4%
	Retail		
	High Street Prime	4.5%	3.5%
	Shopping Center Prime	6%	5%
	Industrial & Logistics		
	Prime Logistics	7.5%	6.5%

Rendimenti netti Prime per asset (Q4 2014 – Q4 2015)

Asset Class	Property	Location	Buyer	Value (€m - est)	Year
Office	Porta Nuova (office complex)	Milan	Qatar Investment Authority	1.200 (60%)	2015
	Palazzo Broggi	Milan	Fosun Group	345	2015
	Office portfolio (2 buildings)	Milan	Partners Group	233	2015
	Palazzo Turati	Milan	Sofaz	97	2016
Retail / Mixed Use	Via della Spiga 26	Milan	Thor Equities (USA)	164	2015
	La Cartiera shopping center	Pompei	ECE Fund II	132	2015
	Zara store – Corso Vittorio Emanuele 11	Milan	Gruppo Inditex	97	2015
	Palmanova Outlet Village	Palmanova	Blackstone	80	2015
	Trony store - Via Torino	Milan	M&G Real Estate	75	2015
Hotel	Hotel Excelsior	Rome	Katara Hospitality	222	2015
	Gritti Hotel Palace	Venice	Nozul hotels & resorts	105	2015
	Hotel Intercontinental De la Ville	Rome	Katara Hospitality	222	2015
	Hotel Aldrovrandi	Rome	Dogus	90	2016

Fonte: *il mercato Real Estate, Deloitte*

Il 2016, invece, è stato un anno particolarmente vivace, specialmente per il settore dei centri commerciali, con oltre 300.000 mq di progetti completati, rispetto ai 21.000 mq del 2015.

Uno studio di Jones Lang LaSalle ha mostrato l'aspetto strategico che il settore rappresenta per il nostro Paese, ottenendo maggiore appeal sia per i player nazionali che per quelli internazionali.

L'analisi enumera, in particolare, i dati del primo trimestre 2016, in cui lo stock del settore *retail* è stato di oltre 18 milioni e mezzo di mq, una superficie che comprende centri commerciali, parchi commerciali, *factory outlet* nonché in minima parte i cosiddetti *leisure, entertainment e lifestyle centre*.

L'interesse dei player è stato maggiormente concentrato al nord, con circa il 58% del totale delle superfici a livello nazionale, in gran parte destinata a centri commerciali (ben l'86%), mentre la restante superficie riguarda prodotti di piccole dimensioni o centri di prossimità.

Tra i progetti già realizzati c'è il centro commerciale di Arese, uno dei più grandi d'Europa, con una superficie di circa 100mila mq.

Passando invece ad analizzare l'ammontare degli investimenti, emerge che il settore ha messo a segno nel primo quarto del 2016 un volume di 640 milioni di euro, pari a quello che l'anno precedente era stato realizzato in sei mesi, seguendo gli obiettivi di diversificazione che si prefiggono i *players*: High Street³¹, centri commerciali, parchi commerciali e *factory outlet*. Particolarmente attivo il segmento High Street, il cui interesse da parte degli investitori nazionali e internazionali è stato alto, in quanto si tratta di un prodotto *retail* a redditività elevata e garantita, che si configura alternativo a quello degli uffici, che in Italia scarseggia di *core* di dimensioni rilevanti: i prodotti High Street nelle location principali ha contribuito a rendere il 2016 un anno record per gli *asset class* direzionale e *retail* che, rispettivamente con €3,7 e €2,8 miliardi, hanno riportato il miglior risultato degli ultimi 10 anni.

2.4.1 Il mercato Italiano

Il mercato retail italiano presenta alcune peculiarità rispetto ad altri paesi europei che lo rendono particolarmente interessante ma anche un po' più *challenging* e per questo adatto agli investitori più coraggiosi: essendo un mercato in crescita con caratteristiche che rendono più complessa l'attività economica (ad esempio l'incertezza politica o il peso della burocrazia), i *player* possono ottenere un vantaggio competitivo in termini di prezzo di acquisto degli *asset* e di rendimenti più elevati. In questo contesto, un aspetto rilevante è il divario, sempre più marcato, fra le valutazioni degli *asset prime* e quelle dei *secondary*, questi ultimi decisamente meno interessanti per gli investitori, che cercano *asset* che possano garantire performance positive stabili nel tempo.

Tra le dinamiche del mercato italiano più rilevanti, che continuano a caratterizzare il settore, va ricordata la maggiore sensibilità da parte delle amministrazioni locali per la riqualificazione delle aree urbane e degli edifici dismessi presenti nel tessuto urbano consolidato: un'opportunità per rivitalizzare gli spazi urbani e le aree abbandonate mediante progetti di riutilizzo misto che integrano diverse funzioni (residenziale, uffici, negozi, servizi).

³¹High-Street Retail è una divisione specializzata rivolta a uno specifico segmento del mercato immobiliare, quello del retail moda e lusso. La divisione fornisce ai più importanti brand e "firme" nazionali e internazionali servizi di advisory e di agency per la ricerca o la dismissione di punti vendita in location strategiche in Italia e all'estero.

Questa attenzione è evidenziata dalle analisi del primo trimestre 2017, nel quale sono stati investiti poco più di 1,9 miliardi di Euro nel mercato immobiliare: una crescita del 12% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

Il capitale straniero è ancora protagonista, rappresentando il 67% degli investimenti totali, con 1,3 miliardi di Euro investiti, in linea con i volumi dei primi tre mesi del 2016.

In crescita la quota di capitale domestico con quasi 600 milioni di capitale investito nel mercato immobiliare italiano (+21% rispetto al Q1 2016). Per quanto riguarda i settori, gli uffici registrano ancora la maggior quota di investimenti, con circa 940 milioni di Euro nel Q1 2017 (+12% rispetto al Q1 2016), da segnalare l'acquisizione di un portafoglio uffici per un totale di circa 300 milioni da parte di un player francese (Ardian RE). Segue il settore *retail* che ha raggiunto quota 445 milioni di Euro, in leggera contrazione (-12% rispetto lo stesso periodo dello scorso anno). La vera sorpresa del trimestre arriva dal settore della logistica che con oltre 100 milioni di Euro ha triplicato il volume investito. Questo risultato è dovuto in particolare alla vendita di un portafoglio composto da 6 immobili logistici nel nord Italia per un totale di circa 80 milioni. Il settore degli Hotel continua ad attrarre una quota significativa di investimenti registrando +48% rispetto ai primi tre mesi dello scorso anno. Nel più lungo periodo, e cioè nell'arco di tempo 2017-2020 si prevedono in media 400mila mq, considerando sia i progetti attualmente in costruzione che quelli in fase di pianificazione.

Nonostante il *retail* in Italia rimane un settore trainante in grado di portare il nostro paese sulla mappa globale, grazie all'interesse di diversi player nazionali ed internazionali a crescere o ad entrare nel nostro mercato, luci e ombre si alternano nelle fotografie delle previsioni immobiliari.

La maggioranza degli esperti propende per altri 12 mesi di "non ripresa": mancano, infatti, le premesse principali necessarie per rivedere un recupero delle posizioni perse dal settore dal 2008 a oggi e se da un lato il segmento residenziale soffre, nonostante lo slancio delle compravendite nei grandi capoluoghi, dall'altro il settore commercial (uffici, retail, logistica e hotel per intenderci) richiama capitali internazionali, approdati in Italia in cerca di occasioni.

Due le velocità che queste macro categorie, si pensa possano mantenere anche l'anno prossimo in base ad una serie di riforme, le quali potranno ridare competitività al paese nel medio termine. Riforme che hanno un impatto diretto sul mercato immobiliare: la liberalizzazione delle grandi locazioni commerciali, la possibilità per le compagnie di assicurazione di finanziare direttamente investimenti immobiliari con strumenti di debito

ed infine la sostanziale equiparazione del regime Siiq³² italiano a quello europeo.

Questi elementi possono creare le fondamenta per un mercato più “*investor friendly*”, aumentando la liquidità del nostro mercato e attuando un cambiamento graduale nelle scelte del gruppo degli investitori attivi verso *asset* secondari, magari obsoleti, capaci di offrire ritorni interessanti se opportunamente gestiti e rivalorizzati

Concludendo, la vera novità per gli anni a seguire, potrà essere gli sviluppi tanto osteggiati da banche e investitori istituzionali fino ad ora: si è pronti, quindi, ancora a scommettere sulle performance future difficili da prevedere, visto il forte gap tra valutazioni indipendenti e mercato. Per molti *asset retail* i valori delle perizie non sono ancora definibili market to market e ciò comporterà l'impossibilità di dismettere molti *asset*, soprattutto da parte di fondi istituzionali.

Le analisi stimano una generale compressione su tutte le tipologie, anche su *retail park* che per i *prime* (vicino al 7% netto, i centri commerciali “prime” presumibilmente sotto il 6% netto). Nella logistica la presenza di investitori internazionali (che hanno inciso per il 73% sul totale dei volumi) potrà riportare gli *yield* a valori da mercato maturo, venendo limitato solo da una possibile carenza cronica di prodotto di qualità; il risultato atteso non è quello di dirottare gli investimenti su prodotti di scarsa qualità o in location deboli, bensì quello di spingere verso una potenziale ripartenza degli sviluppi in *built to suit*, ossia quei complessi costruiti per un affittuario già individuato.

Infine, per il comparto residenziale Mario Breglia, presidente di Scenari Immobiliari, sottolinea che l'andamento del mercato è legato a quello dell'economia:

“se non c'è una ripresa seria anche il mattone non ha grandi prospettive di salute; deve ripartire soprattutto l'occupazione, il vero driver del mattone”.

³² E' previsto un regime fiscale agevolato per le Spa (Società per azioni) residenti nel territorio dello Stato, che svolgono come attività prevalente la locazione immobiliare e sono in possesso di determinati requisiti (per esempio, gli immobili posseduti rappresentano l'80% dell'attivo patrimoniale).

Il regime speciale prevede l'esenzione dall'Ires e dall'Irap del reddito d'impresa derivante dall'attività di locazione e l'applicazione di una ritenuta del 20% sugli utili distribuiti ai partecipanti.

La scelta per il regime agevolato si effettua mediante opzione da esercitare entro la fine del periodo d'imposta precedente a quello dal quale la società intende avvalersene. L'opzione è irrevocabile e comporta per la società l'assunzione della qualifica di “Società di investimento immobiliare quotata” (Siiq), che deve essere indicata nella denominazione sociale e in tutti i documenti della società.

2.5 Comprendere l' "ecosistema" dei Retail Real Estate Investments

L'ecosistema degli investimenti *retail* è caratterizzato dalla presenza di una varietà di investitori di debito/*equity* e di *asset* amministrati da Società di Investimenti e Gestori Professionali, i quali pongono la loro primaria attenzione ai redditi, alle commissioni, all'apprezzamento del capitale e la sua conservazione.

Con diverse (e spesso competitive) strategie, i *player* di mercato usano diversi indicatori chiave di performance per misurare i risultati e diverse metriche operative per gestire quotidianamente le decisioni strategiche. In quest' ottica, i *cap rates*³³ sono considerati una misura universale utilizzata in una varietà di mercati.

Studiare il *decision-making* comportamentale è fondamentale per comprendere la dinamica del prezzo degli attivi, i cicli degli *asset* e i collegamenti macroeconomici.

2.5.1 Fondamenti del mercato immobiliare commerciale

Il mercato immobiliare commerciale è un mercato ben conosciuto, ma poco compreso e altamente illiquido. Come la maggior parte dei mercati, il prezzo è influenzato dalle caratteristiche di offerta e di domanda e le componenti tradizionali del comportamento economico sono relativamente semplici da misurare.

Allora, cosa rende il mercato immobiliare *retail* complicato?

1 Contratti di locazione a lungo termine

Il contratto di affitto utilizzato per definire gli accordi, inibisce una restrizione temporale che contribuisce all'inquietudine del mercato: gli occupanti contrattualmente si impegnano per un periodo da 5 a 10 anni in molti mercati, 10-20 anni per i centri commerciali principali.

I significativi investimenti di capitale, necessari per la preparazione all'uso previsto, giustificano il lungo termine dei contratti; inoltre questi riducono le spese di ammortamento annue degli occupanti, migliorando così la loro performance fiscale; inoltre, essendo le esigenze aziendali molto variabili nel corso del tempo, la natura a lungo termine delle locazioni immobiliari, tende a confondere l'orizzonte di pianificazione a

³³Il tasso di capitalizzazione (o "Cap Rate") è una misura di valutazione immobiliare utilizzata per confrontare diversi investimenti immobiliari. Sebbene ci siano molte variazioni, un tasso di cap è spesso calcolato come il rapporto tra il risultato operativo netto prodotto da un'attività e il costo di capitale originale (il prezzo pagato per l'acquisto dell'attività) o, in alternativa, il suo valore di mercato corrente. In formula:

$$\text{Capitalization Rate} = \frac{\text{Annual Net Operating Income}}{\text{Cost (or Value)}}$$

breve termine di molti occupanti che, a seconda dell'orizzonte di progettazione e disponibilità del capitale, tenderanno a crescere, ridursi o trasferirsi molto prima della terminazione del leasing naturale.

2 Valore patrimoniale del capitale

I valori patrimoniali delle attività sono principalmente una funzione del reddito pianificato nel tempo e del valore residuo del bene dopo la scadenza del contratto di leasing, ponderato dall'applicazione del costo del capitale sia per il capitale stesso che per le componenti del debito.

L'analisi del *Discounted Cash Flow*³⁴ è il metodo attraverso il quale gli investitori determinano il valore corrente dopo l'applicazione delle diverse componenti di rischio che (es. tasso di sconto e il tasso di prestito).

3 Non commodities: la fallacia del "Location, Location, Location"

Gli edifici a destinazione commerciale sono un'interessante miscela di funzioni (grado in cui l'edificio può ospitare fisicamente esigenze e configurazioni di diverse occupazioni) e forma (design esterno e interno, qualità finitura e configurazione di spazi pubblici e privati). La posizione all'interno di un submarket di proprietà, la disponibilità / vicinanza di parcheggio, servizi vicini, nonché l'accessibilità ai trasporti pubblici influenzano le prestazioni individuali di un determinato mercato all'interno di un determinato mercato.

È importante, quindi, considerare che diversi occupanti hanno criteri diversi: per alcuni, la prossimità al transito pubblico sarà il criterio più importante. Per altri, i criteri più importanti saranno il design dell'edificio, la qualità, l'altezza e le viste.

Non esiste una sola "risposta giusta" per tutti gli occupanti; piuttosto è la diversità del mercato che crea il giusto equilibrio. Tutto ciò contribuisce alla illiquidità dei beni immobili, in quanto gli edifici non sono materie prime: ognuna ha attributi unici che si rivolgono a diversi occupanti, finanziatori e investitori.

4 Influenza sul mercato dei capitali

La disponibilità del capitale oscilla in modo analogo alla domanda dello spazio: quando la domanda è alta e l'offerta è bassa, sul mercato sempre più investitori vogliono impiegare grandi quantità di capitale; quando la domanda è bassa e l'offerta è alta, sempre più istituti

³⁴ Vedi nota 9 Capitolo 1

di credito sono motivati a concedere prestiti immobiliari per poi virare in altre classi di investimenti più liquidi. Questo flusso di capitali può creare degli impatti destabilizzanti sul mercato immobiliare, in quanto la grande maggioranza della domanda da parte occupanti rimane relativamente costante nei vari cicli di mercato.

5 Illiquidità del mercato e valore ciclicità

Mentre gli immobili commerciali a lungo termine forniscono rendimenti costanti composti sia da reddito che da capitale, il valore non viene considerato in modo lineare: il valore è misurato per occupazione, aumentato sulla compressione del tasso di capitale di mercato, decurtato sui tassi di mercato / aumenti di tasso di interesse e annullato quando il posto è vacante (il flusso di cassa si sposta da positivo a negativo).

Queste varianti non caratterizzano un investimento immobiliare come intrinsecamente pericoloso, ma mostrano invece come il settore immobiliare è un investimento ciclico che sperimenta una notevole variazione dei prezzi a seconda della fase. Questa variazione aumenta l'illiquidità dell'attivo nel tempo, in quanto diversi investitori hanno capacità variabili per affrontare il rischio di attività nelle diverse fasi.

2.5.2 Immobiliare: la migliore classe di asset

L'investimento in immobili commerciali da accesso a rendimenti eccezionali, ma presenta barriere quasi impossibili all'entrata, testimoniate dalle indispensabili grandi quantità di capitale.

Un investimento immobiliare commerciale (**CRE**) è una proprietà che produce reddito da locazione e viene acquistata con lo scopo di produrre un profitto. Complessi di appartamenti, edifici per uffici, impianti di distribuzione industriale e immobili commerciali sono tutti investimenti immobiliari commerciali che richiedono ampia conoscenza di come identificare, sottoscrivere e ricercare opportunità, reti adeguate per accedere alle opportunità di investimento, conoscenza della differenza tra investimenti immobiliari diretti e indiretti, capacità di confrontare l'immobiliare con altre classi di attività e il dovere di impegnare una grande quantità di capitale in un unico investimento.



Fonte: *Commercial Real Estate Investing 101*

Quella degli immobili *retail* è una delle classi d'investimento più dinamiche del mondo: l'unica classe di *asset* che produce elevati rendimenti con la sicurezza di un bene duraturo e tangibile.

Confrontando l'investimento *retail* con altri tipi di *asset class*:

Real Estate: The Best All Around Asset Class

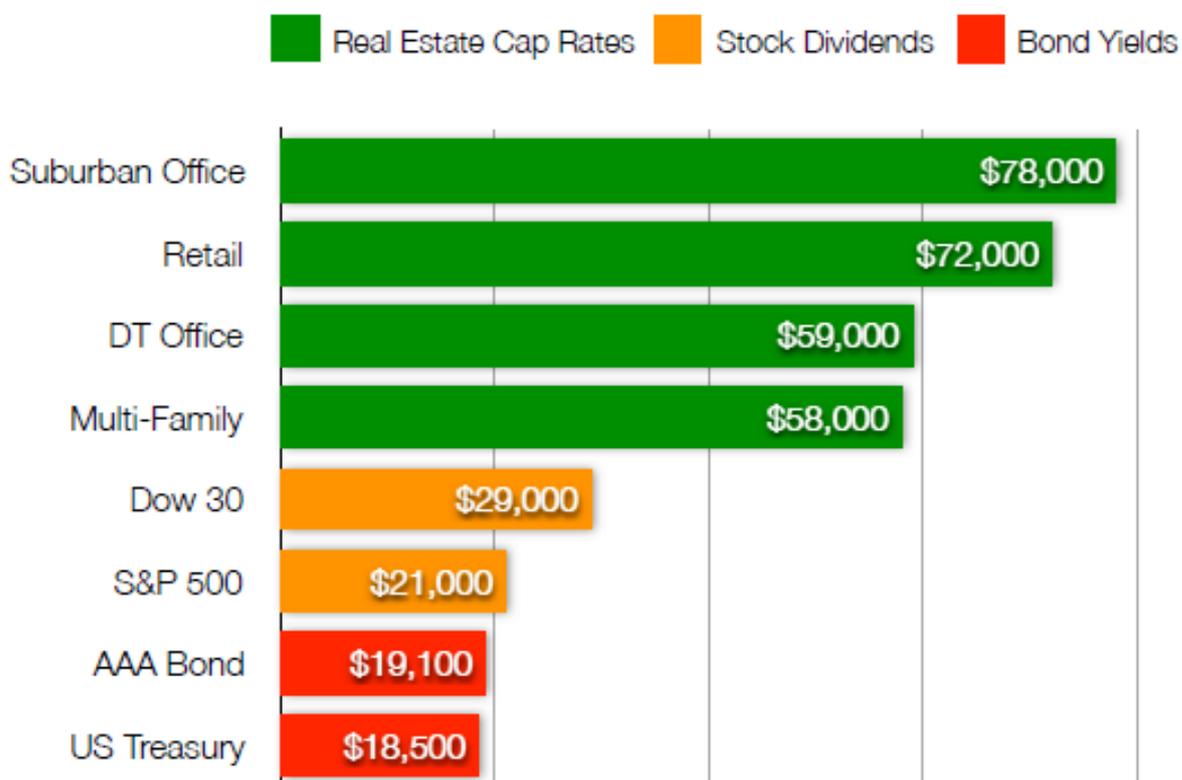


Fonte: *Commercial Real Estate Investing 101*

Uno dei maggiori vantaggi del *Commercial Real Estate* è l'alto rendimento annuo in denaro che produce. Infatti, il flusso di reddito può produrre tre volte il rendimento medio del dividendo stock e quattro volte il rendimento obbligazionario medio³⁵.

La tabella che segue mostra un ulteriore confronto basato sul reddito prodotto da ciascuna classe di asset ipotizzando un investimento di \$ 1 milione.

Annual Income Produced on a \$1 million investment



Average Cap Rate Source: Real Capital Analytics 2012 / Average Stock Dividend Q1 2013 / Average 10 Year Bond Yield Q1 2013

Fonte: *Commercial Real Estate Investing 101*

Ulteriore punto di forza consiste nella possibilità di fare leva sui finanziamenti a differenza di altre classi di attività.

E' possibile acquistare azioni su *commodities* ad una frazione del loro prezzo, ma solo gli immobili commerciali offrono reddito da locazione che riesce a coprire il pagamento del

³⁵Le decisioni di *asset allocation* svolgono un ruolo centrale nella determinazione dei risultati degli investitori: circa il 90% della variabilità dei rendimenti deriva dall'assegnazione degli *asset*, lasciando circa il 10% della variabilità da determinare tra il tipo di rischiosità e timing del mercato.

debito: questo rende il settore immobiliare *retail* una classe di investimenti a lungo termine speciale perché, concluso il finanziamento (pagamento del debito), il patrimonio è costituito da sole attività aumentando il rendimento e moltiplicando i flussi di cassa.

Annual cash return in year 1	7.5%
Annual cash return AFTER loan is paid off	28.9%
Increase in Annual Cash Return from Year 1	285%
Increase in Total Equity AFTER loan is Paid Off	273%

- DEBT
- EQUITY
- ANNUAL CASH RETURN



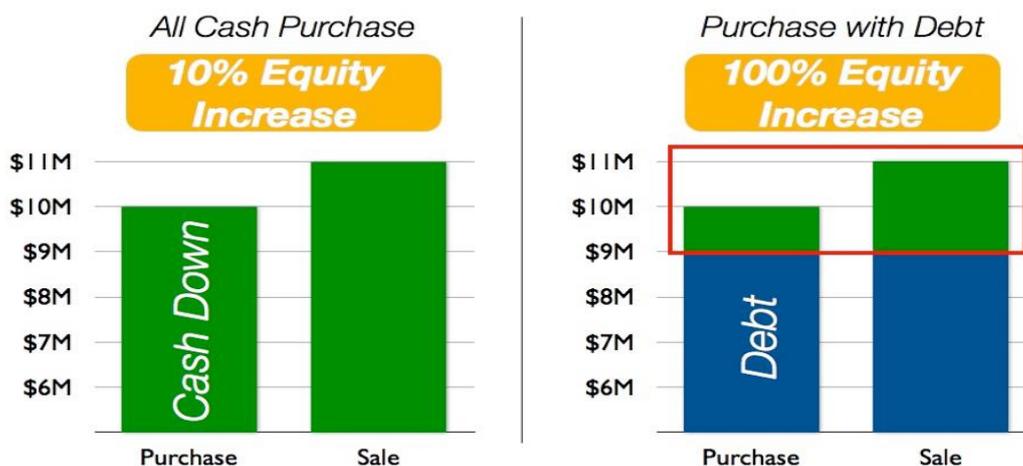
Although this is a very simplified analysis, this shows the dramatic effect leverage can have on returns. Assumes a 20 year fully amortizing loan, a conservative 2% annual Net Operating Income increase, and 65% LTV.

Fonte: *Commercial Real Estate Investing 101*

The Value of Purchasing with Leverage

■ Equity
■ Debt

Simplified comparison of buying a \$10M asset and selling it for \$11M - Buying all cash produces a 10% total return on equity while purchasing with financing produces 100% total return on equity.



Fonte: *Commercial Real Estate Investing 101*

2.5.3 Classificazione real estate assets e logiche d'investimento

Compresi i vantaggi dell'investimento immobiliare commerciale, è utile capire quali beni bisogna considerare.

La risposta a questo quesito deriva dalle aspettative personali dei vari investitori relative al mercato immobiliare considerando che, così come esistono diversi tipi di azioni, esistono diversi tipi di opportunità nel mondo degli investimenti immobiliari commerciali.

TIPOLOGIA IMMOBILE	LOGICA DI PROFITTO
MULTI-FAMILIARE	<p>La crescita della popolazione è strettamente correlata con la domanda di alloggi: la generazione attuale preferisce la mobilità e non è in grado di acquistare una casa e di stabilirsi, quindi continuerà ad affittare.</p> <p>Eventuali rettifiche all'inflazione possono essere effettuate annualmente attraverso aumenti di tasso di locazione.</p>
UFFICI	<p>L'economia continuerà ad allontanarsi dalla produzione e dall'agricoltura verso un'economia focalizzata sul servizio. Il mondo delle tecnologie prospera negli uffici e molte aziende optano per riportare la propria forza lavoro negli uffici rispetto a farle lavorare da casa (esempio Yahoo).</p>
INDUSTRIALE	<p>A mano a mano che l'eCommerce continua a crescere, la richiesta di edifici industriali aumenta.</p>
RETAIL	<p>La gente avrà sempre la necessità e il desiderio di fare shopping in un centro commerciale, malgrado l'avvento di eCommerce.</p> <p>L'aspetto sociale e terapeutico per lo shopping non sarà mai sostituito da uno shopping online.</p>

TIPO D' INVESTIMENTO	CARATTERISTICHE DELL'IMMOBILE	OPPORTUNITA'
CORE	<p>Generalmente le attività core sono locate tra 90% -100% con un flusso di locazione garantito a lungo termine (oltre cinque anni). Queste attività si trovano generalmente in località primarie e i beni in oggetto sono tipicamente recenti e richiedono pochissimi miglioramenti.</p>	<p>Queste attività costituiscono il livello più elevato di sicurezza, ma forniscono un moderata apprezzamento e rendimento.</p>
CORE-PLUS	<p>Le attività core plus sono affittate tra il 75% e il 90%. Possono avere prezzi inferiori al mercato e locazioni a breve termine (entro 1-3 anni). Queste attività possono essere situate nei mercati primari e secondari e potrebbero richiedere alcuni miglioramenti.</p>	<p>Queste attività possono avere una resa inferiore, ma offrono rendimenti "stabili" più elevati quando l'attività viene affittata. In genere, una resa in loco potrebbe essere del 5% al 7% con l'opportunità di aumentarla dall'8% al 10%.</p>
VALORE AGGIUNTO	<p><i>Value Add asset</i> sono le "azioni di crescita" del mondo <i>real estate</i>. In genere, la locazione è inferiore al 75% e potrebbero richiedere miglioramenti fisici. Queste attività si trovano nei mercati primari, secondari e terziari.</p>	<p>Il valore aggiunto dei beni fornisce il massimo vantaggio paragonato al core e core plus. Queste attività producono inizialmente tra 0 e 4%, ma possono crescere fino all'8% al 12% dopo il completamento del lavoro.</p>
SVILUPPO	<p>Terra con la possibilità di sviluppare uffici commerciali, industriali, commerciali o multifamiliari.</p>	<p>Le opportunità di sviluppo possono sussistere a seconda di come siano strutturate. Avere un inquilino con un contratto di locazione prima della costruzione (<i>Build to Suit</i>) fornisce significativamente meno rischio di un bene senza leasing in essere (sviluppo speculativo).</p>

2.6 La Value Allocation nei Shopping Centers

Comprendere i modelli di vendita è essenziale per valutare il valore dei centri commerciali. Il comportamento dei consumatori verso lo shopping determina le vendite al dettaglio presso centri commerciali che, a loro volta, influenzano gli affitti e il valore del centro: valutare gli effetti della posizione, il *comparison shopping*³⁶, e l'immagine sono importanti per determinare la clientela del centro commerciale e le vendite.

Il valore di un centro commerciale regionale è principalmente determinato dai suoi tassi di locazione e le tariffe del centro commerciale sono attribuibili alle vendite *retail*; in breve, il valore dipende dal livello delle vendite che genera e le vendite dei centri commerciali dipendono dal comportamento dei consumatori.

Le tre categorie utilizzate per valutare i diversi comportamenti seguono la letteratura immobiliare commerciale. La posizione centro commerciale suggerisce che il consumatore acquisterà l'articolo desiderato presso il centro più vicino; il *comparison shopping*, anche conosciuto come agglomerato al dettaglio e *clustering* al dettaglio, è l'agglomerato dei rivenditori in una posizione, riducendo i costi di ricerca dei consumatori. Infine, il *brand* di moda di un negozio può essere più formalmente definito come "un'economia di domanda *retail*", che riesce ad attirare i consumatori in un centro commerciale.

La valutazione di questi tre fattori consente agli analisti di esaminare i componenti del valore nei centri commerciali operanti. Più in particolare, poiché le norme USPAP³⁷ per gli standard richiedono che il valore immobiliare sia separato dal valore delle proprietà immobiliari, la valutazione ha importanti applicazioni per fini fiscali, finanziamenti immobiliari e decisioni di investimento azionario.

Applicazioni specifiche dell'assegnazione del valore includono:

- *Valutazioni su base fiscale*
- *Valutare il rischio di controparte*

³⁶La pratica di confrontare i prezzi in anticipo dello shopping effettivo, al fine di ottenere le migliori offerte e prezzi sui prodotti e servizi.

³⁷Le Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) possono essere considerati gli standard di controllo della qualità applicabili alle proprietà immobiliari, proprietà personali e alle attività immateriali: standard internazionali di valutazione immobiliare riguardanti la metodologia estimativa e le fasi operative da seguire.

2.6.1 Il comportamento dei consumatori e la vendita al dettaglio

L' avvento dell'automobile e del sistema stradale interstatale hanno cambiato radicalmente il modo di “fare” shopping. Se per anni la vicinanza di un centro commerciale a un cliente ha spiegato la maggior parte delle vendite al dettaglio a causa degli elevati costi di trasporto sia in termini di tempo e denaro, l'automobile ha facilitato lo shopping portando in secondo piano l'importanza della posizione.

Tali circostanze hanno indotto i proprietari di centri commerciali a rafforzare il *comparison shopping*, offrendo una serie di negozi che propongono una vasta gamma di prodotti simili, riducendo i costi di ricerca.

2.6.2 Il Valore immobiliare e valore immateriale

Cogliere i modelli di shopping dei consumatori nei centri commerciali è fondamentale per valutare le vendite *retail*. Poiché le vendite influenzano direttamente il valore stesso del centro, è utile capire la fonte delle vendite al dettaglio.

La tesi convenzionale è che la parte delle vendite che è imputabile alla localizzazione è considerata valore immobiliare, quindi è soggetta ad imposta *ad-valorem* sulle proprietà. Tuttavia, l'immagine alla quale sono state imputate le vendite, immagine che è stata attentamente coltivata in decenni di pubblicità, è un franchising o un valore immateriale e pertanto non è soggetto alle imposte immobiliari.

Imporre una tassa di proprietà sulle vendite aggiuntive derivanti da un franchising equivarrebbe impropriamente a tassare il valore del franchising come immobile.

2.6.3 Separare il valore immobiliare dal valore immateriale nei centri commerciali

La separazione del valore immobiliare in un'entità operativa dal valore non immobiliare è richiesta dalla USPAP Standards Rule e l'importanza e la difficoltà di questa separazione sono descritti nel *The Appraisal of Real Estate*³⁸:

"Il valore Going-concern è il valore di un'operazione su proprietà, che include il valore incrementale associato ad un determinato business diverso dal valore dell'immobile. Il valore

³⁸ L' Appraisal Institute è un'associazione professionale globale di apprezatori immobiliari. La sua missione è quella di migliorare la professionalità e l'etica, gli standard globali, le metodologie e le pratiche attraverso lo sviluppo professionale dell'economia immobiliare in tutto il mondo.

di Going-concern comprende un valorizzazione intangibile dell'operazione composta dall'assemblaggio di terreni, costruzioni, manodopera, attrezzatura e attività di marketing, che creano un business economicamente sostenibile che si prevede continuare nel tempo. Valutazioni Going-concern sono comunemente condotte per hotel, ristoranti, imprese industriali, centri commerciali e immobili simili. Per queste proprietà, le attività immobiliari fisiche sono parte integrante di un business continuo, quindi può essere difficile separare il valore di mercato del terreno e dell'edificio dal valore totale, ma tale divisione delle componenti tangibili e intangibili del valore è possibile e spesso è richiesta dalle normative federali ".³⁹

Per separare il valore immobiliare dal valore delle proprietà nei centri commerciali, i valutatori devono determinare la fonte delle vendite *retail* che delinea il profilo immobiliare e il valore immateriale.

Come indicato in precedenza, nei centri commerciali esistono tre fonti primarie collegate alla vendita: posizione, *comparison shopping* e immagine. Le vendite attribuibili alle caratteristiche socioeconomiche di un'area (vale a dire il reddito e la popolazione dell'area) si riferiscono alla posizione del centro commerciale e sono quindi parte delle attività immobiliari. Le vendite al dettaglio dipendenti dall'immagine del centro, sono imputabili ad un'attività immateriale, in quanto l'immagine non è specifica del sito. Quanto al *comparison shopping*, sulla base degli attuali studi, non è stata fornita alcuna chiara determinazione per identificare se le vendite attribuibili a questa fonte sono collegate al valore immobiliare o della proprietà.

³⁹ Going-concern value is the value of a proven property operation. It includes the incremental value associated with the business concern, which is distinct from the value of the real estate. Going-concern value includes an intangible enhancement of the value of an operating business enterprise, which is produced by the assemblage of land, building, labor, equipment, and marketing operation. This assemblage creates an economically viable business that is expected to continue. Going-concern value refers to the total value of a property, including both real property and intangible personal property attributed to business value. Going-concern appraisals are commonly conducted for hotels and motels, restaurants, bowling alleys, industrial enterprises, retail stores, shopping centers, and similar properties. For these properties, the physical real estate assets are integral parts of an ongoing business. It may be difficult to separate the market value of the land and the building from the total value of the business, but such a division of realty and nonrealty components of value is possible and often required by federal regulations.

2.7 Il Futuro del Retail

Nel futuro a medio termine (2020-2030) i beni e i servizi dovranno soddisfare i principi e lo stile di vita delle popolazioni che invecchiano rapidamente e il giovane consumatore dinamico. Tutte le generazioni saranno on-line e collegate e il valore, la convenienza, l'acquisto etico, la condivisione e la personalizzazione sono i principi che potranno determinare il loro comportamento consumista.

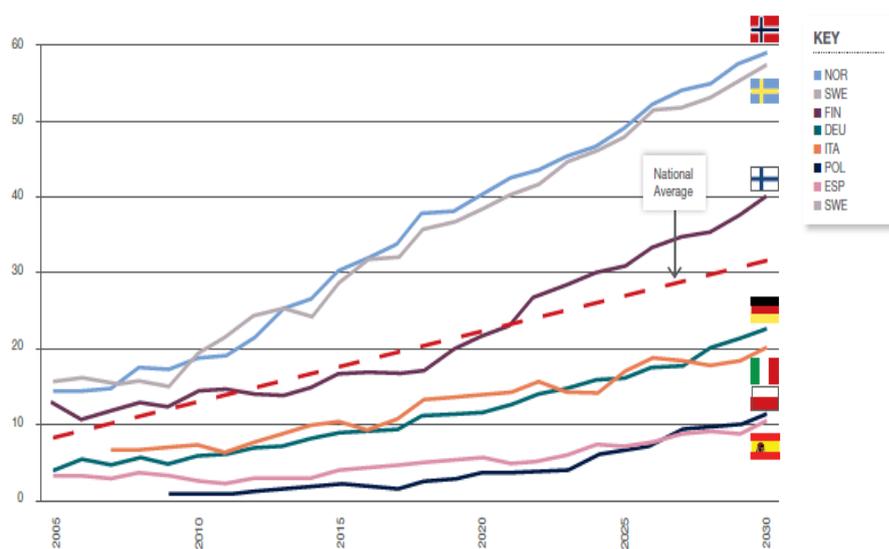
- **Connettività:** le modalità di acquisto stanno cambiando per effetto dell'ampia disponibilità di dispositivi collegati e internet veloce. L'influenza crescente dei media sociali sulle scelte dei consumatori e sulla convenienza del confronto online hanno contribuito all'aumento delle vendite online.
- **Valore:** Dopo un lungo periodo di austerità economica, i consumatori sono più consapevoli del prezzo e della ricerca prima della spesa. Il confronto dei prezzi online, le recensioni dei clienti, i blog e i vlog influenzano le decisioni di acquisto e stanno impostando le tendenze. Il valore è diventato tanto definito dalla qualità del servizio quanto alla qualità del prodotto.
- **Convenienza:** la mancanza di tempo e l'uso diffuso della tecnologia hanno istituito la domanda di convenienza nello shopping. La convenienza non è più dominio della distribuzione alimentare e del servizio, ma comprende molti beni di moda e case che soddisfano esigenze di acquisto quotidiane a prezzi accessibili e frequenti. Ciò implica la vendita *retail* in diversi modi: dalla necessità di negozi integrati e strategie di *cross channel* ⁴⁰, all'esigenza di centri commerciali vicini per rispondere alla necessità di distanze di viaggio più brevi.
- **Acquisto etico:** i consumatori sono ben informati e consapevoli di ciò che consumano. Sono interessati ad uno stile di consumo responsabile, che tiene conto delle questioni ambientali, della responsabilità sociale, del commercio equo, della salute e del benessere.
- **Condivisione:** i giovani sono già abituati a condividere idee attraverso i social media e ispirarsi a vicenda creando nuove tendenze di stile di vita. Allo stesso tempo diviene la condivisione di servizi e beni, cambiando il modo in cui i consumatori pensano alla

⁴⁰ La strategia cross channel si basa sull'esperienza del cliente e accresce tutti i vantaggi che possono esserci nei differenti canali. Il cliente non sceglie questo o quel canale, può comprare un prodotto a partire da una ricerca sul notebook, inserire un codice sconto ricevuto via sms quando riprende l'acquisto sul tablet, per ritirare poi il prodotto nel punto vendita più vicino. Un'esperienza cross channel favorisce il passaggio tra i canali per dare il massimo confort al consumatore durante l'esperienza di acquisto.

proprietà. L'accesso è diventato più importante del possesso e il consumo collaborativo sta rispondendo a questa necessità attraverso il pool di risorse e l'offerta di servizi on-demand con l'aiuto di tecnologie avanzate. Questo è soprattutto visibile in automobili, case, musica, film, ma si estende anche ad altre merci come l'abbigliamento.

- Personalizzazione: i consumatori, proiettati in un mondo sempre più connesso, scelgono beni personalizzati secondo le loro preferenze. La personalizzazione di prodotti e servizi per rispondere a diverse categorie di età, esigenze e interessi cresceranno in futuro attraverso la ricerca, il design, l'innovazione e l'introduzione di prodotti di nicchia.

Internet use by persons aged 75+ Both younger and older generation will be online-savvy by 2030



Source: OECD, The Future of Families to 2030

Note: Projection based on internet usage in younger age groups



The most successful retailers have kept in step with cultural changes



'Value' is defined as much by quality of service as it is with quality of product

Nel 2025 la questione «acquisti online o offline» cesserà di avere un senso

Fonte: Megatrends in European Real Estate, Savills World Research

Al giorno d'oggi il consumatore vive l'esperienza mescolata del mondo online e reale. Internet è diventato un'entità che è parte integrante del vivere moderno come qualsiasi altra utilità: la vendita al dettaglio Omni-Channel⁴¹ è ora solo al dettaglio.

Nel prossimo decennio le persone di tutte le età saranno diventate 'Omni-consumatori': unendo il mondo online e offline nella loro vita quotidiana, si aspetterà un'offerta incondizionata per passare avanti e indietro tra questi diversi mondi. Il *retailer* dovrà

⁴¹ Una strategia OmniChannel vede un'interconnessione tra i molteplici canali a disposizione, dove l'uno è complementare all'altro con la medesima comunicazione ed un obiettivo comune. Ogni canale entra a far parte di un ecosistema attentamente pianificato che possa accompagnare passo passo il cliente all'acquisto finale di un servizio o prodotto, offrendo un'esperienza cliente nuova e unica.

prestare servizio ai clienti attraverso grandi outlet e negozi virtuali, tramite applicazioni mobili e negozi interattivi: i negozi diventano così un "walk-in-web store" con WiFi e altre caratteristiche tecniche che offrono l'accesso alle reti sociali. Il loro scopo non sarà quello di vendere prodotti, ma di offrire soluzioni, servizi o un'esperienza emozionante.

Nonostante il continuo aumento delle vendite in linea, l'importanza dei negozi fisici per i clienti rimarrà alta. I centri commerciali sono comunità "hub" dove le persone interagiscono, acquistano. Non tutti gli spazi commerciali sopravvivranno ai rapidi cambiamenti del settore. I principi e le necessità che determinano il comportamento dei consumatori determineranno i vincitori e i perdenti: l'accessibilità e la convenienza saranno una priorità per l'invecchiamento della popolazione. La flessibilità e il servizio personalizzato saranno ricercati da tutti i gruppi di shopper.

Obiettivo dei gestori dei centro commerciale e delle autorità di pianificazione, per migliorare l'attrattiva dell'esperienza di acquisto all'interno e all'aperto, è quello di migliorare l'accessibilità e la qualità dello spazio includendo dimensioni più esperienziali come intrattenimento, fitness, ristoranti e caffè.

The changing face of high street The return of convenience stores and services



Source: Experian

Fonte: Megatrends in European Real Estate, Savills World Research

In conclusione, i *retailer* hanno come *mission* quella di catturare i cambiamenti strutturali a lungo termine sia nella domanda occupazionale che nei flussi di capitali, creando prodotti immobiliari sostenibili pertinenti sia agli operatori che agli investitori, e alla futura prova degli interessi dei clienti.

Le analisi sul futuro hanno evidenziato cinque megatrend demografici che si ritengono avere il maggior impatto sui beni immobili, tra cui centri commerciali: urbanizzazione, aumento della classe media mondiale, spostamento del potere economico dall'Occidente, invecchiamento demografico e l'interconnessione globale.

Le ramificazioni dell'impatto di Internet sta formando ampiamente l'ambito di vendita *retail* e mentre ci si sposta in un ambiente sempre più digitale, i *retailer* puntano a creare dei modelli più sofisticati nel collegamento ai consumatori e nella comprensione dei dati dei consumatori per migliorare ulteriormente l'esperienza.

Mentre i *megatrends* continueranno ad alterare il nostro panorama commerciale e immobiliare, è importante affrontare le tendenze demografiche globali con la natura localizzata dei centri commerciali.

2.8 I soggetti operanti nel mercato real estate: i fondi immobiliari retail

2.8.1 Il quadro normativo di riferimento

I fondi comuni di investimento sono stati introdotti nell'ordinamento italiano con la legge 23 marzo 1983, n. 77, più volte emendata, integrata e successivamente abrogata a seguito dell'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - TUF), che ha definitivamente sistematizzato la materia, dettando i principi generali applicabili a tutte le tipologie di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR).

I fondi comuni di investimento immobiliari sono stati disciplinati per la prima volta nel 1994. Nel corso degli anni il legislatore è intervenuto più volte su tale disciplina dettando specifiche regole in tema di:

- fondi immobiliari ad apporto pubblico e misto, strumentali al primo progetto organico di dismissione e valorizzazione del patrimonio immobiliare statale;
- assemblea dei sottoscrittori del fondo e gestione del conflitto di interessi;
- fondi immobiliari ad apporto privato;
- possibilità di utilizzo del debito;
- regime fiscale.

Passando ad illustrare il quadro normativo vigente, si precisa anzitutto che la generale definizione di fondi immobiliari è stata introdotta nel TUF con il d.l. 351/2001 (poi

convertito nella legge 410/2001)⁴² attraverso il riferimento alla “esclusività” o “prevalenza” dell’investimento del patrimonio del fondo in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

In particolare, è stato demandato al Ministero dell’Economia e delle Finanze di determinare i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento anche avendo riguardo “alle condizioni e alle modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo, nel caso di fondi che investano esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari” (art. 37, comma 1, lett. d-bis, TUF).

Alla medesima normativa ministeriale è stato, altresì, posto un limite “negativo”, prevedendosi che i fondi immobiliari “possano assumere prestiti sino a un valore di almeno il 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento per gli altri beni”, ed un limite “positivo”, laddove è consentito che gli stessi “possano svolgere operazioni di valorizzazione dei beni ” (art. 37, comma 2, lett. b-bis, TUF).

In virtù del processo normativo descritto ed a completamento delle norme primarie, vengono definiti fondi immobiliari i fondi comuni il cui patrimonio è investito, in misura non inferiore a due terzi del proprio valore complessivo, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari⁴³.

Il citato provvedimento ministeriale non esaurisce la regolamentazione dei fondi immobiliari italiani. In attuazione del TUF, le fonti secondarie che contribuiscono a delinearne una disciplina organica sono, in estrema sintesi:

- Il Regolamento della Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, contenente disposizioni in tema di criteri e divieti relativi all’attività di investimento, prospetti contabili, criteri di valutazione del patrimonio e regolamento dei fondi;
- Il Regolamento congiunto Banca d’Italia - Consob del 29 ottobre 2007, recante norme in materia di organizzazione e procedure degli intermediari gestori;

⁴² Recante disposizioni urgenti in materia di privatizzazioni e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare.

⁴³ Tale limite si riduce 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 ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare.

- la Delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, contenente le regole di condotta cui devono attenersi le società autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio;
- la Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, regolante la fase di offerta al pubblico nonché di ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati delle quote dei fondi comuni.

2.8.2 I fondi comuni di investimento

I fondi immobiliari sono Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) nella forma di fondi comuni di investimento⁴⁴.

La nozione giuridica di fondo comune di investimento è contenuta nella fonte primaria, che definisce tale strumento finanziario come: “un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte”, specificando altresì che “il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote” (art. 1, comma 1, lett. j, TUF).

Il Testo Unico della Finanza contiene, inoltre, i principi essenziali applicabili a tutte le tipologie di fondi comuni tra i quali si evidenziano in particolare:

- la suddivisione in quote rappresentative del patrimonio gestito: *le quote di partecipazione ai fondi comuni, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore;*
- l'autonomia patrimoniale: *ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti;*
- la gestione del patrimonio demandata ad un intermediario professionale: *il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o da altra società di gestione del risparmio. Quest'ultima può gestire sia fondi di propria*

⁴⁴ Completano la categoria degli OICR le "Società di investimento a capitale variabile" (Sicav), ovvero le società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni.

istituzione sia fondi istituiti da altre società e la società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario.

In virtù di tale scelta legislativa, i fondi comuni costituiscono i tipici prodotti del risparmio gestito in monte, attraverso i quali è consentito al risparmiatore di:

- I. optare per una gestione professionale del proprio patrimonio integralmente “affidata” ad un soggetto cui l’ordinamento riserva tale attività;
- II. beneficiare della riduzione del rischio conseguente alla maggiore possibilità di diversificazione degli investimenti che l’entità del patrimonio “collettivo” raccolto generalmente consente.

La regolamentazione degli intermediari che gestiscono i fondi (Società di Gestione del Risparmio – SGR) è affidata principalmente alla normativa secondaria in precedenza richiamata, la quale definisce le attività di competenza della SGR, i limiti di intervento, nonché gli obblighi verso il mercato e le Autorità di Controllo.

Gli obblighi contrattuali assunti dal gestore nei confronti dei partecipanti sono definiti da un regolamento, predisposto dalla SGR ed approvato dalla Banca d’Italia, che definisce gli aspetti principali della gestione e del funzionamento del fondo nonché i rapporti tra i partecipanti ai fondi, la SGR e la banca depositaria.

I fondi comuni di investimento possono essere classificati in relazione a diversi criteri, ma la principale distinzione effettuata dalla legge è senza dubbio quella tra fondi aperti e fondi chiusi.

L’art. 1 del TUF, al primo comma, lett. k, definisce fondo aperto “il fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo”. A riprova di quanto la possibilità di rimborso in ogni momento costituisca la caratteristica essenziale dei fondi aperti, il Regolamento ministeriale sui fondi comuni chiarisce che il rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla richiesta salvo casi eccezionali precisati dal regolamento del fondo. La medesima disposizione del TUF, definisce fondo chiuso “il fondo comune di investimento in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate”, chiarendo che il carattere distintivo di tale categoria è nella liquidabilità dell’investimento, subordinata alle regole del fondo e non alla mera iniziativa dei sottoscrittori.

La scelta tra fondo chiuso o aperto è libera, salvo i casi in cui è prevista l'obbligatorietà del fondo chiuso in relazione alla natura dei beni oggetto di investimento, più specificatamente che devono essere istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, in:

- a. strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, diversi dalle quote di OICR aperti, se l'investimento in quest'ultimi titoli supera il 10% del patrimonio del fondo;
- b. beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- c. crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- d. altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

L'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione in quote di fondi chiusi investiti prevalentemente nei beni di cui alle precedenti lettere a), c) e d), non può essere inferiore a cinquantamila euro; si tratta, pertanto, di un limite che non trova applicazione ai fondi immobiliari.

Tutto ciò premesso, va sottolineato che la prassi operativa conosce esclusivamente due diverse tipologie di fondi chiusi⁴⁵, in stretta connessione con le attività oggetto di investimento prevalente (o esclusivo):

- *i fondi mobiliari* (venture capital o private equity funds);
- *i fondi immobiliari* (real estate funds).

2.8.3 I fondi immobiliari

In considerazione delle nozioni fin qui fornite, si può completare la definizione di “fondi

⁴⁵ Altre specifiche regole del regolamento ministeriale concernono l'obbligo di ammissione alle negoziazioni dei certificati rappresentativi delle quote su mercati regolamentati (per i fondi chiusi il cui ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore a venticinquemila Euro; tale obbligo va, peraltro, adempiuto entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta), il divieto di compiere operazioni in conflitto di interessi (con soggetti normativamente individuati) e la possibilità di effettuare emissioni di quote successive alla prima (cc.dd. “finestre di riapertura”). Con riferimento al punto da ultimo indicato, la normativa consente ai fondi chiusi di raccogliere il patrimonio in più tranches, in conformità alle relative previsioni inserite nei regolamenti. In coincidenza con le nuove sottoscrizioni e nel limite dell'ammontare complessivo così raccolto, la normativa consente, inoltre, di effettuare rimborsi anticipati (con una possibilità di ricorso all'indebitamento fino al 10% del valore del fondo).

immobiliari” come fondi comuni d’investimento chiusi, istituiti e gestiti da SGR autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui regolamento prevede che il patrimonio sia investito, in misura non inferiore a due terzi del proprio valore complessivo, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

La costituzione del “patrimonio immobiliare” può avvenire attraverso uno o più apporti iniziali di beni, con contestuale emissione di un numero di quote pari al valore complessivo netto degli *asset* conferiti, ovvero mediante l’investimento della liquidità raccolta a fronte di una o più emissioni di quote secondo un ammontare predefinito.

I versamenti relativi alle quote sottoscritte devono essere effettuati, da parte degli investitori, entro il termine stabilito nel regolamento del fondo (c.d. “richiamo degli impegni”) anche in più soluzioni, previa richiesta della SGR in funzione delle esigenze di investimento del fondo.

Con riferimento all’investimento prevalente o “tipico”, bisogna sottolineare che l’attività di gestione assume connotati affatto diversi da quelli caratteristici della gestione di strumenti finanziari, essendo prevalentemente incentrata su beni immobili o diritti reali immobiliari, detenuti sia direttamente che per il tramite di società immobiliari di cui il fondo detiene partecipazioni, anche di controllo.

Sul punto si segnala che di recente il Ministero dell’Economia e delle Finanze ha riconosciuto la possibilità di computare, ai fini della composizione obbligatoria di portafoglio, anche gli investimenti indiretti: ciò significa che un fondo potrà, a tutti gli effetti, essere qualificato fondo immobiliare anche nei casi in cui gli investimenti e, di conseguenza, la detenzione degli immobili si realizzino in via indiretta, ossia attraverso l’utilizzo di veicoli immobiliari differenti dalle società immobiliari.

Considerato tutto ciò, si può concludere che gli investimenti possibili per un fondo immobiliare sono, nel rispetto dei limiti normativamente previsti:

- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- partecipazioni in veicoli immobiliari diversi dalle società immobiliari (OICR immobiliari, holding immobiliari, REIT, SIIQ);
- strumenti finanziari non quotati;
- crediti e titoli rappresentativi di crediti;

- altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- depositi bancari e strumenti finanziari quotati.

Il perimetro legale delle politiche di investimento dei fondi immobiliari non è determinato solo dalla composizione obbligatoria del portafoglio, che va comunque raggiunta entro ventiquattro mesi dall'avvio della sua operatività, ma regolamentazione stabilisce che il patrimonio del fondo immobiliare non può essere investito in misura superiore ad un terzo delle proprie attività in un unico bene immobile avente ed è vietato investire in misura superiore al 10% delle attività del fondo in società immobiliari che prevedono nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione.

La possibilità di effettuare tali operazioni è un elemento di differenziazione rispetto ai fondi mobiliari. Esse possono, tuttavia, essere eseguite solo subordinatamente ad alcune cautele. In particolare, il D.M. Tesoro 228/1999 stabilisce (art. 12-bis, comma 4) che:

- a. il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40 per cento 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 per cento del valore del fondo;
- b. dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del fondo su base annua;
- c. i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti indipendenti;
- d. le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento. Il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo;
- e. l'intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione del fondo non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente;

f. la delibera dell'organo di amministrazione della SGR deve illustrare l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo.

Quest'ultimo tema rappresenta una delle specificità di rilievo del settore: la strada percorsa dal legislatore per i fondi immobiliari è stata infatti, a differenza di quanto fatto con i fondi mobiliari, non di vietare le operazioni in conflitto di interessi, ma di sottoporle a una rigorosa disciplina di disclosure.

Con riferimento all'utilizzo della leva finanziaria, il legislatore ha previsto, la possibilità di assumere prestiti sino ad un importo pari al 60% del valore dell'attivo immobiliare ed al 20% dell'attivo mobiliare: tale aspetto rappresenta un'altra peculiarità dei fondi immobiliari all'interno della categoria dei fondi chiusi e, più in generale, del comparto del risparmio gestito.

Infine, il termine di durata dei fondi, coerente con la natura degli investimenti, è fissato dal regolamento ministeriale e non può essere superiore a trenta anni. Non è previsto, invece, un limite minimo e la Banca d'Italia può consentire una proroga del termine di durata (c.d. periodo di grazia), non superiore a tre anni, qualora richiesto per completare lo smobilizzo degli investimenti.

2.8.4 La funzione economica dei fondi immobiliari

La principale funzione economica dei fondi immobiliari è consentire agli investitori di beneficiare degli investimenti in immobili, sopportando rischi minori rispetto ad un investimento diretto. I fondi immobiliari, rappresentando una forma di investimento indiretto:

- consentono una maggiore diversificazione del rischio;
- richiedono un investimento minimo notevolmente inferiore rispetto all'investimento diretto;
- permettono di sfruttare i vantaggi derivanti da una gestione professionale;
- godono di maggiore potere contrattuale rispetto all'acquisto diretto di un immobile (vantaggio della dimensione dell'investimento collettivo);
- offrono un maggior grado di liquidabilità in caso di quotazione in borsa o di fondi chiusi con riaperture delle sottoscrizioni/rimborsi;

- riducono i costi di gestione rispetto ad un investimento diretto mediante economie di scala derivanti da una gestione accentrata di tutti gli investimenti.

Un simile scenario rende pertanto accessibile l'investimento in asset immobiliari, tradizionalmente riservato a soggetti con ingenti disponibilità finanziarie, anche ai piccoli risparmiatori.

2.8.5 Le diverse tipologie di fondi immobiliari

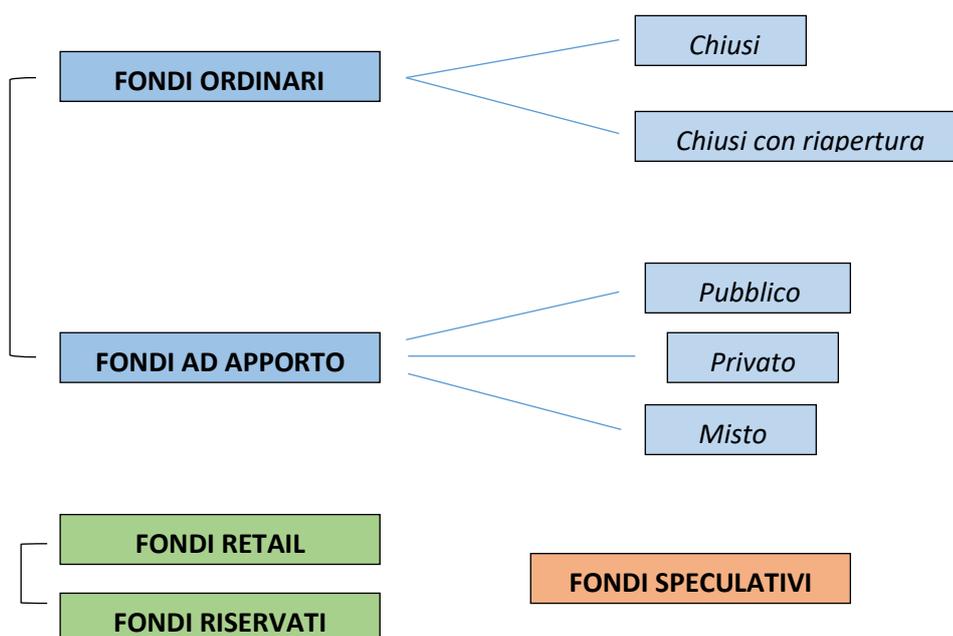
All'interno dell'ordinamento giuridico italiano è possibile istituire diverse tipologie di fondi immobiliari, raggruppabili sulla base di specifici criteri distintivi.

Una prima classificazione considera la modalità di costituzione del fondo: in tal senso si distingue tra fondi immobiliari ordinari (chiusi, anche con possibilità di riapertura delle sottoscrizioni) e fondi immobiliari ad apporto (pubblico, privato e misto).

Un secondo elemento distintivo riguarda la tipologia degli investitori cui le quote sono destinate: la distinzione riguarda i fondi immobiliari riservati ad investitori qualificati ed i fondi per il pubblico indistinto (cd. Fondi retail).

Infine, è possibile individuare una categoria di fondi caratterizzata da una serie di particolari disposizioni: i fondi immobiliari speculativi.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi:



Fondi ordinari e fondi ad apporto

La peculiarità dei fondi immobiliari ordinari, o fondi “a raccolta”, sta nel raccogliere preventivamente il patrimonio presso i sottoscrittori del fondo e solo in seguito effettuare gli investimenti.

I fondi immobiliari ordinari possono essere di tipo “chiuso” o possono prevedere riaperture delle sottoscrizioni, cioè delle emissioni di quote successive alla prima. Un fondo immobiliare chiuso ammette la sottoscrizione delle quote unicamente nella fase di costituzione, prevedendone il rimborso soltanto alla scadenza, ossia quando il fondo verrà liquidato. La natura chiusa del fondo si spiega con la natura relativamente poco liquida dell’oggetto di investimento, che richiede un orizzonte di tempo di medio-lungo periodo. Se le quote del fondo sono quotate, l’investitore può alienare la propria quota al valore di mercato.

I fondi “ad apporto” sono caratterizzati da un processo di costituzione inverso rispetto ai fondi immobiliari ordinari: un soggetto privato e/o pubblico conferisce gli asset al fondo (beni immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari), ricevendo in cambio delle quote.

Le quote del fondo immobiliare assegnate all’apportante possono essere collocate sul mercato e in seguito all’alienazione di queste, il soggetto riceve liquidità.

I fondi ad apporto erano inizialmente riservati ai soli soggetti pubblici (Stato, enti previdenziali pubblici, enti locali, società e consorzi pubblici), al fine di favorire la dismissione di ingenti patrimoni immobiliari pubblici. La costituzione dei fondi ad apporto pubblico è stata fortemente incentivata dal legislatore con una serie di norme volte a ridurre i costi fiscali dell’operazione: per essere classificati come fondi pubblici ed usufruire dei benefici fiscali previsti è necessario che l’apporto di beni pubblici ammonti almeno al 51% del patrimonio del fondo. L’apporto di beni immobili non può superare la soglia del 95% del valore del fondo, in quanto contemporaneamente al conferimento dei beni il soggetto pubblico deve conferire denaro in misura non inferiore al 5% del valore del fondo.

Nel caso di fondi ad apporto pubblico la SGR non deve essere controllata neanche indirettamente da alcuno dei soggetti che procedono all’apporto.

Un’ulteriore agevolazione per i fondi immobiliari ad apporto pubblico riguarda il conferimento in conflitto d’interesse: è infatti consentito l’apporto in conflitto d’interesse fino al 100% del valore del fondo (permane solo il divieto di operazioni in conflitto di interessi per gli amministratori, i sindaci ed il direttore generale della SGR).

La vigente normativa consente anche la costituzione di fondi immobiliari ad apporto misto. Questi vengono costituiti mediante l'apporto sia di immobili di proprietà di soggetti privati che di enti pubblici: ciò avviene nei casi in cui i soggetti pubblici decidano di non sottoscrivere totalmente le quote del fondo immobiliare, lasciando ai soggetti privati la possibilità di sottoscrivere la restante parte per mezzo di un conferimento.

La normativa prevede che l'apporto pubblico sia in ogni caso non inferiore al 51% del valore del fondo, fermo restando l'obbligo per la pubblica amministrazione di conferire in denaro il 5% del valore del fondo (quest'ultimo obbligo cade nel caso in cui l'apportante privato conferisca in denaro una somma pari al 10% del valore del fondo).

Nel corso degli ultimi anni, la possibilità di costituire un fondo immobiliare ad apporto è stata estesa anche ai soggetti privati. Sono oggi ammissibili le operazioni di conferimento di beni "in conflitto d'interessi", in quanto effettuate con i soci della SGR (entro il limite del 40% del valore del fondo) o con società facenti parte del gruppo di appartenenza della società di gestione stessa.

Complessivamente tali operazioni non possono superare il 60% del valore del fondo ed il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento, non può superare il 10% del valore totale del fondo.

Fondi retail e fondi riservati

Sotto il profilo soggettivo degli investitori cui l'offerta delle quote è destinata, la normativa distingue tra fondi destinati al pubblico indistinto (qualsiasi investitore, anche i piccoli risparmiatori, c.d. fondi retail) e fondi riservati a investitori istituzionali qualificati ⁴⁶(c.d. fondi riservati).

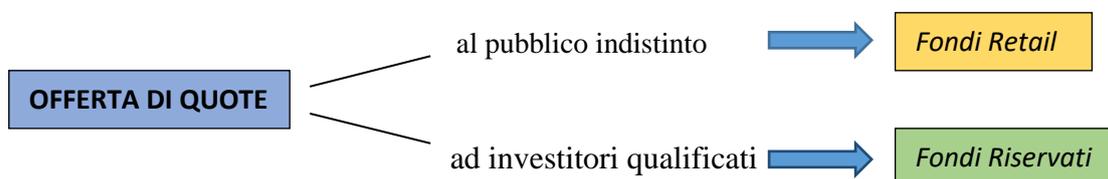
Nel caso di fondi immobiliari riservati a investitori qualificati, che si presume abbiano una competenza economica superiore rispetto alla generalità dei risparmiatori, non sono richiesti né l'approvazione del prospetto informativo da parte della Consob né la quotazione in borsa: è sufficiente l'approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia.

⁴⁶ In particolare l'art.1, comma 1, lett. h) del Regolamento ministeriale 228/1999 definisce come investitori qualificati le seguenti categorie di soggetti: le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario; i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea; le fondazioni bancarie; 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.

Le quote dei fondi riservati non possano essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo.

Nel caso di fondi immobiliari riservati a investitori qualificati, che si presume abbiano una competenza economica superiore rispetto alla generalità dei risparmiatori, non sono richiesti né l'approvazione del prospetto informativo da parte della Consob né la quotazione in borsa: è sufficiente l'approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia.

Le quote dei fondi riservati non possano essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo.



Le origini della distinzione tra fondi *retail* e fondi riservati si possono trovare nelle maggiori competenze tecniche e professionali degli investitori istituzionali, in virtù delle quali i fondi riservati possono derogare ad alcuni dei limiti prudenziali stabiliti per i fondi destinati alla generalità degli investitori. La normativa stabilisce, infatti, la non applicabilità ai fondi riservati “dei limiti stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio” emanati dalla Banca d'Italia.

Una prima conseguenza è stata l'accentuarsi del grado di specializzazione dei fondi riservati in termini di *asset allocation*, con lo scopo di garantire rendimenti più elevati: è ammessa la possibilità di concentrare il rischio su singole operazioni maggiormente rischiose e maggiormente redditizie. Diversamente i fondi retail sono obbligati ex lege a perseguire strategie di diversificazione negli investimenti, al fine di contenere il rischio e tutelare così gli investitori, soprattutto quelli non qualificati.

Fondi speculativi

I fondi immobiliari speculativi (c.d. “opportunistici”) costituiscono una tipologia particolare, contraddistinti da obiettivi di rendimento elevati e dalla possibilità di derogare a molte delle regole previste per i fondi immobiliari ordinari.

Il principale aspetto innovativo riguarda sicuramente l'assenza di limite all'indebitamento. I fondi immobiliari speculativi sono legittimati a compiere operazioni in conflitto di interessi fino ad un valore pari al 100% del fondo, e non sottostanno ad alcun limite circa il valore massimo di un singolo bene conferito. Possono, inoltre, avvantaggiarsi della possibilità di investire anche in beni diversi da quelli previsti dalla normativa italiana per i fondi immobiliari (es. materie prime, metalli preziosi, opere d'arte e strumenti derivati su detti beni); tuttavia permane il vincolo della prevalenza (almeno i due terzi) dell'investimento immobiliare.

Emerge una differenza sostanziale rispetto ai fondi immobiliari riservati: essi possono operare in deroga ai soli limiti previsti da Banca d'Italia per il contenimento del rischio, mentre i fondi speculativi possono derogare anche ai divieti di carattere prudenziale nella composizione del patrimonio del fondo. Essi possono inoltre superare i limiti di indebitamento previsti per gli altri fondi immobiliari.

Dalle prime esperienze emerge che il portafoglio del fondo immobiliare speculativo è principalmente investito in immobili in sofferenza o in fase di cambiamento della destinazione d'uso, rappresentando in tal modo uno strumento appropriato per compiere operazioni di valorizzazione e sviluppo immobiliare (ristrutturazione, recupero e riqualificazione), salvo, in ogni caso, il divieto di svolgimento di attività diretta di costruzione.

Tali investimenti si caratterizzano per un'elevata rischiosità a fronte di un rendimento atteso tra il 15% ed il 25%.

I fondi immobiliari speculativi devono prevedere un investimento minimo iniziale pari ad almeno 500.000 euro per quota e non possono costituire oggetto di sollecitazione all'investimento.

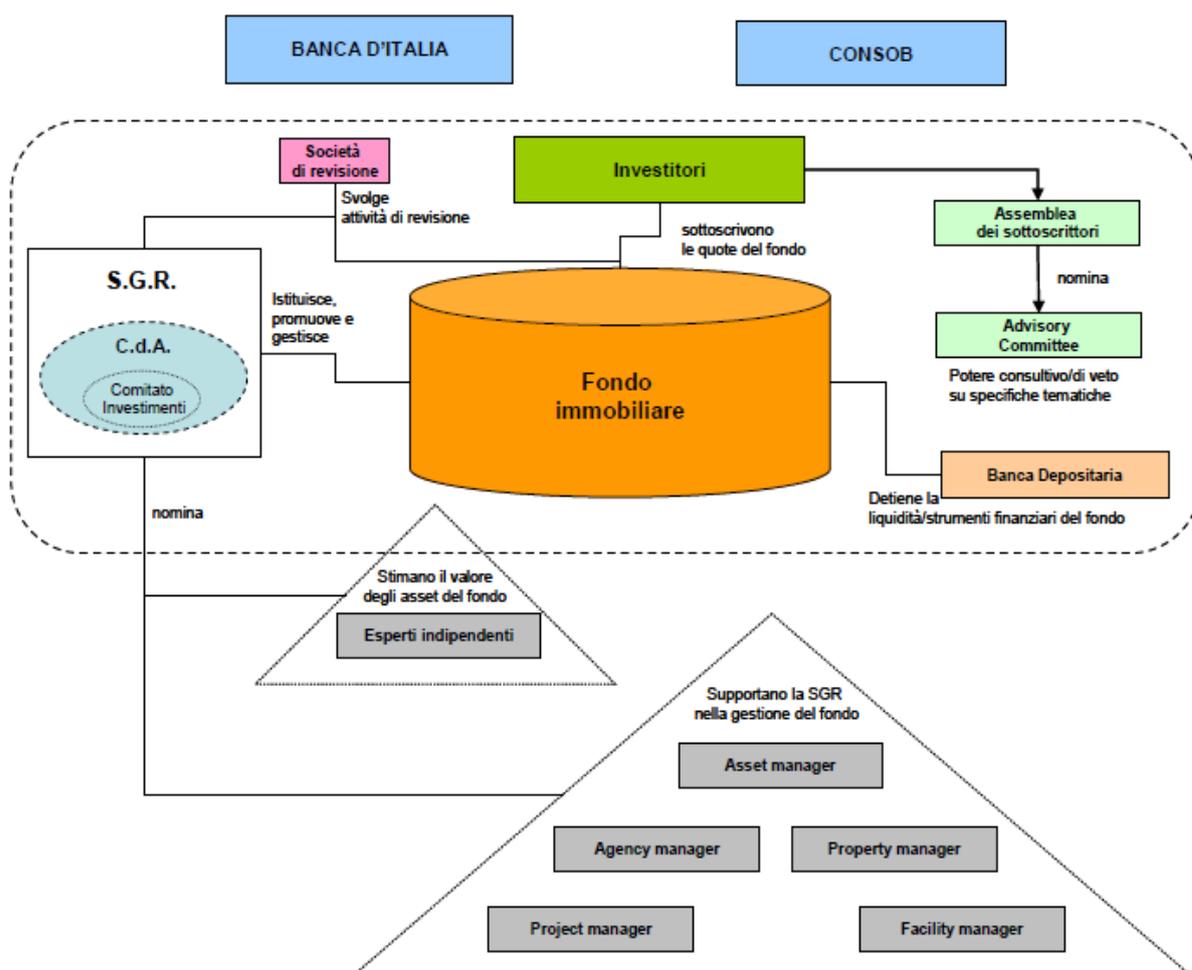
Con riferimento, invece, al numero dei partecipanti ai fondi speculativi appare opportuno richiamare il recente Decreto Legge del 28 novembre 2008 recante "misure urgenti per il sostegno a Famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in Funzione anticrisi il quadro strategico nazionale" che all'art. 14, comma 8, ha abrogato il limite massimo di 200 partecipanti previsto finora per i fondi speculativi.

2.8.6 I soggetti coinvolti nella gestione dei fondi immobiliari

Le attività necessarie al corretto funzionamento di un fondo immobiliare sono svolte, in via generale, da un insieme eterogeneo di soggetti:

1. la SGR (in particolare il CdA ed l'eventuale Comitato Investimenti);
2. le Autorità di controllo (Banca d'Italia e Consob);
3. la banca depositaria;
4. gli esperti indipendenti;
5. la società di revisione;
6. gli advisor esterni, il project manager, il property manager, il facility manager, l'agency manager.

Di seguito si riporta un grafico di sintesi dei soggetti coinvolti nell'attività di gestione di un fondo immobiliare.



Fonte: fondi immobiliari italiani retail: indagine conoscitiva sui modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti

1.LA SGR

La Società di Gestione del Risparmio costituisce il motore del meccanismo di funzionamento di un fondo immobiliare. Essa ha per oggetto la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, realizzata attraverso la promozione, l'istituzione e l'organizzazione dei fondi immobiliari. In virtù di una delega degli investitori, la SGR svolge l'attività gestoria del patrimonio del fondo, assumendosene la piena responsabilità. La SGR che ha istituito e promosso il fondo può decidere di affidarne la gestione ad altre SGR.

L'organo esecutivo della SGR è il consiglio di amministrazione (CdA) che si occupa delle strategie di investimento e svolge l'attività gestionale del fondo di competenza della SGR. Tra le principali imposizioni previste dal legislatore a carico della SGR vi è l'obbligo di operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei sottoscrittori e per l'integrità dei mercati. La SGR è altresì obbligata a redigere per ciascun fondo il libro giornale, il rendiconto della gestione, una relazione semestrale relativa alla gestione, un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo del fondo.

All'interno del consiglio di amministrazione è possibile prevedere un "Comitato Investimenti". Tale comitato fornisce al CdA una sorta di pre-due diligence/attività di advisory, su tematiche di particolare complessità quali, ad esempio, scelte strategiche in merito all'*asset allocation* del fondo, operazioni di investimento particolarmente complesse, ecc..

Il legislatore ha imposto alle SGR di assumere, all'atto della costituzione, la veste giuridica di società per azioni e di stabilire la sede legale e la direzione generale della società nel territorio della Repubblica italiana.

Nell'espletamento delle sue funzioni la SGR deve, inoltre, rispettare una serie di altre regole generali:

- acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre informati;
- organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il conflitto di interesse e, in situazioni di conflitto, assicurare ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;

- svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee alla salvaguardia dei diritti dei clienti sui beni affidati.

Gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale delle SGR devono possedere “i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell’economia e delle finanze⁴⁷”.

La Banca d’Italia valuta l’idoneità dei partecipanti al capitale ad assicurare una gestione sana e prudente dell’intermediario e a non pregiudicare l’effettivo esercizio di vigilanza sullo stesso. A tal fine, oltre ai requisiti di onorabilità, rilevano la correttezza nelle relazioni di affari, la situazione finanziaria dei partecipanti al capitale, nonché l’esistenza di legami di qualsiasi natura, anche familiari, con gli altri soggetti capaci di influire sulla sana e prudente gestione dell’intermediario.

La SGR che gestisce fondi immobiliari chiusi non riservati è tenuta ad acquistare in proprio una quota almeno pari al 2% del patrimonio di ciascun fondo; ove il valore complessivo netto di ciascun fondo superi l’ammontare di 150 milioni di euro, la suddetta percentuale è ridotta, per la parte eccedente tale ammontare, all’1%; qualora l’attività di gestione e di promozione del fondo siano svolte da SGR distinte, ciascuna società deve acquisire in proprio la metà di tali quote.

Il regolamento del fondo definisce gli aspetti principali del funzionamento e della gestione del fondo. Il programma di attività illustra l’attività d’impresa, le sue linee di sviluppo, gli obiettivi perseguiti, le strategie che la società intende seguire per la loro realizzazione nonché ogni altro elemento che consenta di valutare l’iniziativa. Più nel dettaglio precisa la tipologia di fondi che la SGR intende istituire, la tipologia di clientela cui il servizio è indirizzato (es. investitori qualificati o pubblico indistinto) e le modalità di svolgimento dell’attività di gestione (ossia se la SGR intende conferire a terzi l’esecuzione dell’incarico gestorio).

La relazione sulla struttura organizzativa indica, tra le altre cose, i volumi di affari programmati per i successivi tre esercizi, i risultati economici attesi, l’andamento del *cash-flow*, i costi operativi e l’andamento del patrimonio di vigilanza.

⁴⁷ In particolare, l’art. 13 del TUF dispone quanto segue: “i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso Sim, SGR, Sicav devono possedere i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell’economia e delle finanze”.

Le SGR devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, per poter svolgere la propria attività. L'autorizzazione della Banca d'Italia è finalizzata soprattutto a verificare l'adempimento degli obblighi imposti alle SGR, così da poter accertare l'esistenza delle condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione del fondo. Le SGR autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

Nelle operazioni in conflitto di interessi la SGR ha l'obbligo di organizzarsi in modo da ridurre al minimo i rischi, adottando misure idonee a salvaguardare i diritti dei sottoscrittori.

In ogni caso può decidere, in conformità ad un'apposita previsione nel regolamento, di non avvalersi della possibilità di porre in essere operazioni in conflitto di interessi, oppure, prevedere cautele e limitazioni ulteriori rispetto a quelle previste dalle disposizioni di legge.

Infine, nel caso dei fondi immobiliari ad apporto pubblico, l'individuazione della SGR deve avvenire per il tramite di una procedura ad evidenza pubblica, ossia tramite un bando di gara. Più nel dettaglio, la normativa sui fondi ad apporto pubblico prevede che la SGR non possa essere, neanche indirettamente, controllata da alcuno dei soggetti che procedono all'apporto, con l'unica eccezione del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

1.1 Il regolamento del fondo

Il regolamento del fondo immobiliare è redatto dalla SGR e costituisce il documento in cui si esplicita il mandato dei sottoscrittori nei confronti della SGR. Per la sua redazione la SGR deve ispirarsi a dei principi stabiliti in via generale dal legislatore (il principio di chiarezza, completezza, sintesi e coerenza).

Il regolamento si compone di tre parti:

- a) la scheda identificativa;
- b) le caratteristiche del prodotto;
- c) le modalità di funzionamento.

La scheda identificativa contiene gli elementi essenziali che forniscono al sottoscrittore i riferimenti principali riguardo al fondo ed alla SGR che promuove, istituisce e gestisce il fondo immobiliare.

La parte relativa alle caratteristiche del fondo definisce lo scopo del fondo, il tipo di beni oggetto di investimento, nonché le politiche di investimento. Indica, inoltre, se il fondo intende compiere operazioni con i soci della società di gestione o con soggetti appartenenti al gruppo rilevante (operazioni in conflitto di interessi).

Nella parte riguardante le modalità di funzionamento del fondo sono riportate tutte le informazioni sulle modalità di partecipazione, nonché i termini e le modalità di emissione e rimborso delle quote. In particolare, va indicata l'eventuale previsione di riaperture delle sottoscrizioni delle quote. Se la SGR che ha istituito e promosso il fondo immobiliare affida la gestione ad un'altra SGR, questa parte del regolamento deve contenere due distinte sezioni, una per ogni SGR.

Nel caso dei fondi immobiliari ad apporto in questa parte del regolamento vanno specificate anche le modalità con le quali gli investitori possono sottoscrivere le quote del fondo.

2.LE AUTORITÀ DI CONTROLLO

Tra i soggetti esterni più importanti vi sono la Banca d'Italia e la Consob che rappresentano, tra l'altro, le autorità di controllo in materia di gestione collettiva del risparmio. Entrambe gli Istituti esercitano un potere di vigilanza nei confronti delle SGR/OICR.

2.1 La Banca D'Italia

La Banca d'Italia approva il regolamento del fondo ed autorizza, sentita la Consob, la costituzione delle SGR. Il controllo della Banca d'Italia sulle SGR si esplica attraverso la vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva.

In particolare, la Banca d'Italia è "competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione" con il "potere di richiedere alla SGR del fondo immobiliare, per le materie di propria competenza, la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti". Può altresì "effettuare ispezioni presso la SGR con facoltà di richiedere l'esibizione dei documenti. Le ispezioni sono volte ad accertare che l'attività dell'ente vigilato risponda a criteri di sana e prudente gestione.

Nell'espletamento delle sue attività di vigilanza la Banca d'Italia emana degli atti (i Provvedimenti), con cui organizza la propria attività e definisce gli obblighi a carico della SGR.

2.2 La Consob

La Consob esercita gli stessi poteri di vigilanza spettanti alla Banca d'Italia (regolamentare, informativa ed ispettiva), ma diversamente dalla Banca d'Italia, è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti delle SGR.

L'attività legislativa della Consob si concretizza nell'emanazione di regolamenti (i Regolamenti Consob), atti per mezzo dei quali disciplina l'insieme dei comportamenti (obblighi informativi, procedure da seguire nell'espletamento del servizio di gestione nonché per la gestione dei conflitto d'interesse, ecc.) che la SGR deve assumere nei confronti del mercato e delle Autorità stesse.

Si noti infine che le attività dei due organi sono tra loro coordinate, informandosi costantemente sui provvedimenti assunti e sulle irregolarità rilevate nell'espletamento della loro attività.

2.3 La Banca Depositaria

La Banca depositaria è custode delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari fondo. Accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché la correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo e verifica il rispetto del regolamento del fondo in tema di frazionamento del rischio.

Gli amministratori ed i sindaci della banca depositaria qualora riscontrino delle irregolarità nella gestione del fondo e/o nell'amministrazione della SGR devono darne tempestiva comunicazione alla Consob ed alla Banca d'Italia.

3. GLI ESPERTI INDIPENDENTI

La SGR nell'esercizio della propria attività gestoria, ed in particolare, nell'attività di valorizzazione degli *asset* si avvale degli esperti indipendenti; soggetti questi ultimi aventi i requisiti stabiliti dalla legge e nominati dal CdA della società.

Nella gestione dei fondi i valutatori provvedono ogni sei mesi a presentare alla SGR una relazione di stima del valore dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo, nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate.

Nella relazione vanno indicati la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili facenti parte del patrimonio del fondo, nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo. La SGR, oltre a ciò, richiede agli esperti indipendenti un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile che intende vendere nella gestione del fondo.

Gli esperti indipendenti possono essere persone fisiche o giuridiche incaricate dalla SGR. Nei casi in cui gli esperti indipendenti siano delle persone giuridiche, la relazione deve essere sottoscritta da almeno uno degli amministratori, al fine di poter individuare una persona fisica responsabile

4. LA SOCIETÀ DI REVISIONE

Come per qualsiasi altra società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, anche nel caso di una SGR il controllo contabile è svolto da una società di revisione iscritta all'albo speciale tenuto dalla Consob.

In particolare, la società di revisione esprime, tramite una relazione, un giudizio sia sui documenti contabili della SGR (bilancio d'esercizio/consolidato) sia sui prospetti periodici degli OICR (rendiconti con cadenza annuale o infrannuale qualora il fondo/comparto procede alla distribuzione dei proventi e rendiconto di liquidazione).

Inoltre, ai sensi dell'art. 8 del TUF, comma 4, la società di revisione ha l'obbligo di comunicare senza indugio alla Banca d'Italia e alla Consob gli atti o i fatti, rilevati nello svolgimento dell'incarico, che possano:

- costituire una grave violazione delle norme disciplinanti l'attività delle società sottoposte a revisione ovvero che possano pregiudicare la continuità dell'impresa;
- comportare un giudizio negativo, un giudizio con rilievi o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci o sui prospetti periodici degli OICR.

5. GLI ADVISOR ESTERNI

Gli advisor esterni, così come il property manager, il facility manager, il project manager, e l'agency manger sono soggetti che non trovano una specifica regolamentazione né nella normativa primaria del mercato finanziario né nelle relative disposizioni regolamentari di attuazione.

Tuttavia è prassi del settore che il CdA delle SGR decida di esternalizzare uno o più servizi a soggetti terzi.

Di seguito si sintetizzano le principali attività svolte dai suddetti operatori:

- gli advisor esterni forniscono generalmente servizi di consulenza in materia di asset allocation strategica del fondo, di studi di fattibilità (per esempio scorpori di patrimoni immobiliari), di operazioni di ristrutturazione di società immobiliari, ecc.;
- il property manager si occupa generalmente dell'amministrazione del portafoglio immobiliare di proprietà del fondo. Gestisce i contratti di locazione (stesura contrattualistica, rinegoziazione e adeguamento canoni, rapporti con conduttori morosi) effettua le

- operazioni di fatturazione e coordina gli incassi/pagamenti, effettua servizi di assistenza nella stipulazione delle polizze assicurative nonché gli adempimenti fiscali gravanti sull'immobile;
- il facility manager si occupa della gestione fisica degli immobili del fondo quale: manutenzione ordinaria e straordinaria, servizi di vigilanza, pianificazione e gestione degli spazi.

Dall'analisi suddetta appare evidente che i servizi forniti da tali soggetti impattano in maniera non marginale sulla redditività dei fondi ed in alcuni casi potrebbero “svuotare” l'attività gestoria delle SGR. Pertanto l'intervento di tali soggetti nelle diverse fasi della gestione del fondo deve caratterizzarsi con funzioni essenzialmente di supporto alle SGR in quanto l'attività gestoria del fondo (decisioni in merito alle operazioni di investimento/disinvestimento, asset allocation strategica, due diligence del deal, ecc.) è di competenza esclusiva del CdA delle stesse.

2.9 Il ruolo del Retai nel mercato dei fondi immobiliari

Il miglioramento delle prospettive economiche, la presenza di una liquidità consistente e la crescente domanda di una gestione professionale dei patrimoni immobiliari, ha favorito lo sviluppo dei fondi immobiliari. Dopo una lieve flessione nel biennio 2008-2009, il patrimonio dei fondi operativi negli otto Paesi europei considerati, ha ricominciato a crescere a un ritmo medio del 7,3 per cento annuo nel periodo 2010- 2013, per accelerare negli ultimi due anni, con una crescita del 9,8 per cento nel 2014 e dell'10,8 per cento nel 2015.

Il clima di maggiore fiducia tra le imprese e l'attrattività del real estate per gli investitori istituzionali, guidano la performance del settore. La natura difensiva degli investimenti e rendimenti, mediamente più elevati rispetto agli altri settori, hanno limitato le perdite nel periodo recessivo mentre ora il comparto è entrato in una nuova fase espansiva, trainato dal miglioramento dello scenario economico, ma anche dai cambiamenti intervenuti nella catena produttiva e dall'ingresso sul mercato di nuovi attori e capitali.

In tutto il mondo gli strumenti di risparmio gestito sono considerati cruciali nel processo di espansione o rilancio dei sistemi economici nazionali, essendo in grado di attirare ingenti capitali sia privati che istituzionali e di dare un contributo qualitativo allo sviluppo dell'industria immobiliare.

I veicoli immobiliari svolgono un ruolo importante nel processo di trasformazione dell'attività di gestione patrimoniale: se in passato, in uno scenario inflattivo, la gestione era basata su logiche di natura quasi esclusivamente finanziaria, che privilegiavano il capital gain rispetto a una redditività a lungo termine, recentemente prevalgono logiche reddituali guidate dall'obiettivo di valorizzare i portafogli immobiliari e di ottimizzare il ritorno economico. La centralità della valorizzazione, accompagnata dall'esigenza di molte società di concentrare le risorse sul core business, porta al rapido aumento della domanda di gestione professionale.

Inoltre, in uno scenario economico e finanziario estremamente volatile, i fondi offrono performance mediamente superiori rispetto agli altri strumenti di investimento e, negli ultimi anni, lo spread rispetto ai titoli di Stato ha raggiunto le punte massime in diverse nazioni. Oltre ad essere superiore, il rendimento dei veicoli immobiliari offre garanzie di maggiore stabilità, perché deriva dai canoni di locazione, che sono prevedibili, e le variazioni del cash flow sono guidate da fattori generalmente poco volatili, come *vacancy rate*, incentivi, imposte sugli immobili e spese di manutenzione.

Il ritorno alla ricerca di rendimenti competitivi comporta anche un cambiamento nell'approccio qualitativo degli investimenti. Il driver continua ad essere rappresentato dalla qualità, ma con una maggiore propensione al rischio non solo da parte degli investitori opportunistici, ma anche di quelli long-term. La forte concorrenza sui *trophy asset* nelle città più importanti, oltre al calo dei rendimenti, per queste tipologie di prodotto, spingono una parte della domanda a rivolgere l'attenzione verso immobili secondari, caratterizzati da rendimenti più elevati e da una maggiore forza contrattuale dei compratori.

Il miglioramento delle prospettive economiche, la presenza di una liquidità consistente e la crescente domanda di una gestione professionale dei patrimoni immobiliari, favoriscono lo sviluppo dei fondi immobiliari: in particolare il retail.

Il retail ha il ruolo dominante e continua a rappresentare l'asset class privilegiata di un buon numero di fondi, con un'attenzione crescente verso i format innovativi e l'eCommerce.

I centri commerciali sono ritenuti interessanti solo se situati all'interno delle aree urbane con un ampio bacino d'utenza o dotati di un elevato numero di servizi. I centri commerciali tradizionali nelle aree periferiche presentano elevati tassi di vacancy e vengono progressivamente venduti dalle società di gestione: la distribuzione è limitata agli spazi di lusso nelle top location delle città più importanti.

L'attrattività di fondi retail è strettamente legata all'efficienza della normativa, che rappresenta l'elemento in grado di garantire il successo e la costante espansione del settore. Di conseguenza, si tratta di uno dei settori caratterizzati dal maggior numero di interventi legislativi che vanno dalla costituzione del fondo in forma "chiusa", in ragione della natura poco liquida dell'oggetto d'investimento, a interventi più recenti:

- proroga della durata del fondo

I fondi immobiliari *retail* sono stati avviati per la maggior parte tra la fine degli anni '90 e gli inizi del 2000, nel periodo di massima crescita delle quotazioni immobiliari in Italia, con durata generalmente compresa fra otto e quindici anni. Molti di questi fondi sono giunti a scadenza nel periodo della crisi, che, ha coinciso con una fase negativa del mercato immobiliare italiano. Le difficoltà incontrate nello smobilizzo degli investimenti hanno spinto parte dei gestori, in particolare nel 2012 e nel 2013, a richiedere alla Banca d'Italia modifiche dei regolamenti di gestione per prorogare la durata dei fondi, nell'aspettativa di un miglioramento delle condizioni del mercato immobiliare.

Le modifiche sono state autorizzate dalla Banca d'Italia previa verifica del rispetto delle procedure indicate nei regolamenti di gestione e di un'approfondita valutazione da parte del gestore dell'effettiva sussistenza dell'interesse dei partecipanti alla proroga. I gestori sono stati invitati a ridurre le commissioni di gestione nel periodo di estensione dell'operatività del fondo.

Vista la concentrazione di scadenze di un significativo numero di fondi immobiliari *retail* in un arco temporale (2015-2018) particolarmente ristretto, e il connesso rischio di pressioni al ribasso sui prezzi degli immobili, la Banca d'Italia ha contribuito, insieme alla Consob e al Ministero dell'Economia e delle Finanze, a elaborare soluzioni di natura legislativa per dare ai gestori la possibilità di allungare "in via straordinaria" la durata dei fondi di ulteriori due anni al fine di completare il processo di dismissione degli immobili. La concessione della proroga è stata condizionata alla preventiva approvazione da parte degli investitori nei fondi, alla riduzione a 1/3 delle commissioni di gestione percepite nel periodo di proroga e alla totale rinuncia a eventuali commissioni di incentivo.

- valutazione degli attivi immobiliari

La Banca d'Italia ha previsto criteri omogenei a cui gli operatori devono far riferimento per stimare il valore delle attività detenute dai fondi. Tali criteri tengono conto delle caratteristiche degli immobili (tipo di destinazione d'uso, stato di avanzamento della costruzione, redditività attesa, ecc.) e sono volti a determinare il prezzo al quale i beni

potrebbero essere ragionevolmente venduti in condizioni di ordinato funzionamento del mercato.

Per assicurare oggettività e indipendenza al processo di stima, la SGR deve avvalersi di esperti indipendenti in possesso di determinati requisiti di professionalità e onorabilità. La responsabilità ultima della corretta valutazione delle attività del fondo rimane comunque in capo al gestore, il quale può discostarsi dalle valutazioni formulate dagli esperti, motivando tale scelta. Banca d'Italia e Consob hanno indirizzato agli intermediari apposite raccomandazioni volte a rafforzare la capacità delle SGR di verificare il processo di valutazione svolto dagli esperti indipendenti e a evitare conflitti di interesse (con riguardo a quest'ultimo aspetto, il D.M. 30/2015 ha introdotto regole ancora più stringenti).

CAPITOLO 3

MODALITA' OPERATIVE DI INVESTIMENTO NEL COMPARTO RETAIL/SHOPPING CENTRES: IL FONDO IMMOBILIARE

3.1 Introduzione

L'ordinamento normativo della *financial industry* ha sue obbligate regole di principio e di tutela del risparmio, perciò uno speciale statuto di impresa e garanzie di pubblica vigilanza caratterizzano in modo particolare le società di capitali che svolgono attività di intermediazione, nella posizione di investitori istituzionali. Si definiscono così, gli operatori professionali che, nell'interesse di una massa di risparmiatori, possono essere autorizzati ad una gestione collettiva⁴⁸ e in monte⁴⁹ di risorse finanziarie variamente impiegate. Gestione collettiva e investitori istituzionali sono soltanto formule di estrema sintesi che comprendono in sé fattispecie molto diverse tra loro.

L'agire dell'impresa gestore può essere caratterizzato da una pura e semplice finalità di incremento di ricchezza, ma può essere che, mediante una gestione in monte, si perseguano, invece, particolari finalità: in tale modo operano le società di gestione del risparmio (in via breve Sgr), società di investimento a capitale variabile (le Sicav), fondi pensione di diverso genere o imprese assicurative. In tutti i casi si tratta di “investitori istituzionali”, ma ognuno presenta caratteri particolari così come lo sono gli elementi distintivi del loro diversificato statuto giuridico.

Considerato nella sua interezza, l'operare tramite “gestione collettiva di risparmio”, anche nel nostro paese, è fenomeno a grandi dimensioni.

⁴⁸ Per gestione collettiva del risparmio si intende una delle modalità attraverso cui un operatore professionale può amministrare una quota di risparmio affidatagli da un risparmiatore. L'operatore specializzato, grazie alle sue competenze in materia finanziaria, può effettuare operazioni di investimento diversificate, che permettono di ottenere combinazioni rischio/rendimento adeguate al profilo del cliente.

⁴⁹ Tipologia di servizi di gestione patrimoniale caratterizzati dalla confluenza del risparmio raccolto in un fondo comune d'investimento amministrato da una SGR, la quale prende decisioni di investimento e disinvestimento in modo unitario, così che anche i rendimenti scaturenti dalla gestione siano ripartiti in maniera uniforme tra tutti i partecipanti e proporzionalmente alle quote di partecipazione al fondo.

Nel corso di un processo di crescita della *financial industry*, che dagli anni Ottanta ad oggi è stato in decisiva misura processo di crescita del settore delle gestioni in monte, gli investitori istituzionali hanno progressivamente attivato un settore dell'economia finanziaria dove si opera una raccolta di risparmio così ingente da essere ormai fattore significativo anche in rapporto alla scala macroeconomica. L'offerta di mercato è molto diversificata perché si estende a diversi segmenti del pubblico risparmio.

Il complesso insieme delle disposizioni che regolano il settore, costituisce il risultato di una evoluzione normativa che alla fine, con le norme del Tuf, ha disegnato le grandi linee del sistema della gestione collettiva, anche con una serie di disposizioni che al tempo stesso dovevano portare con sé innovazioni di regime particolarmente rilevanti.

3.2 La società di gestione del risparmio

Da quanto rilevano le innovazioni di regime operate con le norme del Tuf, emergono con grande immediatezza, dalle disposizioni che costituiscono la disciplina delle Sgr, le società di gestione del risparmio.

Ne risulta così configurata una impresa di intermediazione finanziaria, che può istituire / organizzare e gestire fondi comuni di investimento, così come istituire e gestire fondi pensione oltre all'attività di prestare servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, propria delle società di gestione del risparmio.

Per la lettera o) del primo comma dell'art. 1 del Tuf, è società di gestione del risparmio "*la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia che dalla Banca d'Italia riceve autorizzazione a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio*".

Tale servizio si realizza attraverso la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti, così come l'attività di gestione del patrimonio di organismi di investimento collettivo di risparmio, mediante fondi comuni variamente costituiti da strumenti finanziari, crediti o beni immobili.

Da ciò, gli investitori istituzionali, più precisamente imprese di intermediazione, possono operare sia in posizione di società promotrice, che come società operativa su di un ampio fronte di iniziative di gestione del risparmio in monte; in monte perché il fondo comune di investimento è patrimonio autonomo e suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti.

Alla gestione delle risorse che costituiscono il portafoglio finanziario del fondo comune, si provvede in monte, nel senso che non si danno modalità né finalità di gestione individuale e personalizzata, seguendosi così criteri e tecniche di allocazione delle risorse che guardano all'interesse condiviso dalla generalità dei partecipanti al fondo.

Occorre ricordare che, alle società di gestione del risparmio, il secondo comma dell'art. 33 del Tuf, consente di svolgere anche attività connesse o strumentali⁵⁰ che, sentita la Consob, sono stabilite dalla Banca d'Italia ed inoltre la stessa disciplina abilita le società di gestione del risparmio a gestire sia fondi comuni istituiti da altre società di gestione, sia risorse patrimoniali di Sicav, così come ad operare per delega di imprese di investimento (o di altre società di gestione del risparmio).

3.2.1 L'autorizzazione all'esercizio dell'attività e le funzioni di garanzia della pubblica vigilanza.

La Sgr è una società per azioni a regime speciale quale capitale sociale versato, deve essere di ammontare non inferiore a quanto sia stabilito dalla Banca d'Italia.

I partecipanti al capitale della società devono presentare i requisiti di onorabilità, indicati nell'art. 14 del Tuf: tali requisiti di onorabilità, uniti a quelli di professionalità, sono richiesti a quanti svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

Quanto concerne la struttura del gruppo, la disciplina rileva che dev'essere tale da non pregiudicare l'effettivo esercizio, comprese le funzioni di vigilanza.

In presenza dei requisiti (*condizioni presupposto* del provvedimento), sentita la Consob, sarà la Banca d'Italia ad autorizzare l'esercizio delle attività, essendo tuttavia stabilito che l'autorizzazione deve essere negata qualora esistano motivi *sufficienti*⁵¹ per ritenere che l'operare della società non potrebbe garantire una sana e prudente gestione delle risorse finanziarie ad essa consegnate.

⁵⁰ Si definisce Attività connessa o strumentale all'attività principale l'esercizio di quelle attività che hanno carattere ausiliario rispetto a quella esercitata. Possono rientrare tra le attività connesse all'attività esercitata quelle di: prestazione di servizi di informazioni commerciali, assunzione di partecipazioni. Possono rientrare tra le attività strumentali quelle di: studio, ricerca e analisi in materia economica e finanziaria, gestione di immobili ad uso funzionale, gestione di servizi informatici o di elaborazione dati, formazione e addestramento del personale

⁵¹ La condizione sufficiente è quella che, se soddisfatta, garantisce la verità della proposizione. Formalmente, una condizione Q è sufficiente per una proposizione P se Q implica P: $Q \rightarrow P$. Diversamente è la condizione necessaria intesa come quella che deve essere soddisfatta affinché la proposizione sia vera. Formalmente, una condizione Q è necessaria per una proposizione P se P implica Q: $P \rightarrow Q$.

La presenza degli indicati requisiti, in merito al rilascio dell'autorizzazione, si spiega con la necessità di spingere quanto più avanti possibile le misure di tutela degli investitori.

Con l'osservanza della sua funzione di regolazione del settore, la Banca d'Italia è chiamata allo svolgimento di altre rilevanti competenze quali provvedere alle garanzie di stabilità patrimoniale e di contenimento del rischio, andando ad attuare le più rigorose valutazioni in punto di adeguatezza strutturale e patrimoniale della società.

A codificare le regole di stabilità e di razionale amministrazione del rischio, le autorità di vigilanza hanno provveduto attraverso disposizioni di genere prudenziale del regolamento in materia di quantificazione del capitale sociale, così come in materia di patrimonio di vigilanza, essendo tale il valore che deve essere determinato in funzione di copertura degli impegni e segnatamente dei rischi correlati allo svolgimento delle attività di impresa.

Naturalmente in punto di offerta di mercato, valgono le ordinarie discipline dell'appello al pubblico risparmio e del prospetto informativo, le quali stabiliscono che le società di gestione del risparmio devono operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi. Devono organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse, anche tra i patrimoni gestiti, e devono adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti.

Nel loro interesse la società provvede, o comunque deve provvedere, all'esercizio dei diritti di voto correlati agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti.

Per il caso di violazione delle disposizioni a loro applicabili, e perciò in caso di irregolarità nell'operare delle società di gestione del risparmio, Banca d'Italia e Consob, ciascuna per le materie di propria competenza, sono chiamate all'avvio dei procedimenti e alla assunzione dei provvedimenti ingiuntivi osservando, con particolare attenzione, la fattispecie di violazioni che possano pregiudicare interessi di carattere generale o la tutela degli investitori.

Anche per le società di gestione del risparmio valgono infine, le norme del Tuf che, per la generalità delle imprese di intermediazione finanziaria, stabiliscono uno speciale regime delle situazioni di crisi. Regime naturalmente diversificato a seconda che si tratti di attivare un procedimento di amministrazione straordinaria, oppure di dar corso a definitivi provvedimenti di liquidazione coatta amministrativa: è di naturale comprensione che le norme del Tuf assoggettano a sanzione penale i comportamenti devianti di particolare gravità (che si sono già segnalati, guardando alle disposizioni di disciplina generale della intermediazione finanziaria), e comportamenti di abusivismo e/o di ostacolo allo svolgimento delle funzioni di vigilanza (dovendosi ricordare che le disposizioni del Tuf

vanno lette sempre per intero perciò anche nelle parti dove si prefigurano sanzioni amministrative di genere pecuniario).

3.3 Fondi comuni di investimento. Organizzazione e forme di attività di gestione

Istituire fondi comuni di investimento e provvedere alla loro gestione finanziaria, è attività di intermediazione che il Tuf riserva alle Sgr, provvedendo ad una precisa prefigurazione delle possibili forme di organizzazione dell'offerta di mercato.

La società che istituisce fondi comuni può al tempo stesso esserne gestore e quando l'attività di una Sgr è attività di gestione collettiva del risparmio, nella forma giuridica del fondo comune di investimento, si configura la fattispecie delle risorse finanziarie e dei valori costituenti un patrimonio autonomo, il quale è suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; tuttavia non è da escludere la possibilità di conferire poteri e responsabilità di gestione ad altra Sgr.

Ne risultano delineati i caratteri distintivi di un comparto dell'economia finanziaria che all'investitore assicura ampie garanzie, offrendo al tempo stesso una opportunità di particolare interesse. Con la proposta di investire moneta nelle quote del fondo comune infatti, la società proponente offre al mercato dei risparmiatori ciò che molto spesso è più desiderabile, perché al fondo comune si possono conferire anche piccoli importi di denaro, condividendo, con la massa degli altri partecipanti, tutti i benefici di una diversificazione del portafoglio e di un frazionamento del rischio finanziario, semplicemente impensabili per il singolo risparmiatore.

La Sgr, inoltre, assicura, alla gestione collettiva del risparmio, una adeguata professionalità agendo in regime di obbligata trasparenza e con la garanzia di pubblici controlli molto rigorosi, anche in punto di corretto svolgimento delle operazioni di mercato.

Le norme consentono al risparmiatore di decidere modalità e durata del suo investimento: tutto questo spiega il grande rilievo delle indicate forme di gestione patrimoniale in monte e la successione degli interventi legislativi.

Progettazioni di una normativa si erano elaborate già nel corso degli anni Sessanta, ma soltanto con la legge 77 del 23 marzo 1983 si prefigurano i fondi comuni di investimento mobiliari aperti, alla quale poi si affiancò la legge del 1993 stabilendo la forma chiusa dei fondi. La qualità di chiuso guarda alla posizione del partecipante, nel senso che la

liquidazione dell'investimento non è consentita, se non alla scadenza di un termine non breve (per esempio cinque anni), cosa che alla società di gestione consente di attivare una strategia di mercato finanziario di lungo periodo.

A sua volta la legge 86 del 25 gennaio 1994, configura il modello di “fondi comuni di genere immobiliare”, anch'essi chiusi e per l'appunto caratterizzati dal particolare oggetto di investimento, siano queste risorse del fondo investite in partecipazioni al capitale di società immobiliari o immediatamente in immobili. Ne risultava delineato un ordinamento di settore che le norme del Tuf hanno tuttavia riformato seguendo una precisa linea di politica del diritto.

Discutendo della titolarità dei valori compresi nel patrimonio fondo comune di investimento, e in questo senso della sua natura giuridica, le progettazioni legislative fanno riferimento al sistema delle norme del codice civile in tema di comunione, evocando la nozione di patrimonio senza soggetto e prefigurandosi invece come una proprietà della società di gestione o rappresentando il fondo comune come oggetto e forma di proprietà collettiva: proprietà collettiva dei partecipanti al fondo da regolare con un suo statuto giuridico particolare, dovendosi considerare sia il mandato conferito alla società di gestione per la amministrazione delle risorse, sia i poteri conferiti ad una banca depositaria con riguardo alla custodia e alla regolazione delle conseguenti operazioni finanziarie.

A fare chiarezza provvede adesso il sesto comma dell'art. 36 del Tuf, dove si legge che, ciascun fondo comune di investimento, e allo stesso modo ogni singolo frazionamento di un fondo comune a più comparti, costituisce patrimonio autonomo, perciò distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quello di ciascun partecipante, così come da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società.

Sul patrimonio del fondo comune, o di un suo comparto, non sono, quindi, ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio (o esercitate nel suo interesse), caratteristica che sottolinea ulteriormente il regime giuridico del patrimonio fondo comune.

3.3.1 Le attribuzioni della Sgr in regime di attività: quote di partecipazione e diritti dei partecipanti

Indicato il regime di separatezza patrimoniale, il rapporto che intercorre tra Sgr, fondo e suoi partecipanti si configura con l'oggetto e i caratteri lineari che possono essere così indicati.

Ad incorporare le partecipazioni al fondo sono quote tutte di uguale valore e con uguali diritti, rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore. In ogni caso la titolarità di quote assegna all'investitore una posizione di diritto che costituisce titolarità di un diritto di credito.

Altro ancora caratterizza poi in modo particolare l'oggetto e gli elementi distintivi del contratto di investimento (che intercorre tra società e partecipanti al fondo possessori delle quote), dovendosi considerare escluso che all'investitore possano competere diritti o facoltà di concorso alle decisioni di *asset allocation*, oppure altre assunte in materia di gestione amministrativa e finanziaria.

Se il risultato atteso dai partecipanti al fondo comune è naturalmente il maggior incremento del valore delle quote, la disciplina del Tuf rileva che i partecipanti al fondo sono in linea di principio (e sempre) esclusi da qualsiasi forma di possibile interferenza nelle valutazioni e nelle attività di amministrazione e di gestione del portafoglio finanziario, che competono sempre e soltanto alla società di gestione. In questo senso la responsabilità del mandatario, che le società promotrici o gestore del fondo assumono verso i partecipanti, gli serve ad indicare regole e modello dei loro doveri di diligenza professionale; ma il rapporto che intercorre tra società e investitori è diverso dal mandato delle disposizioni del codice civile, poiché nei confronti di un mandatario, al mandante competono poteri di indirizzo e di influenza che in nessun modo i partecipanti al fondo comune possono esercitare.

La società gestore naturalmente non agisce in uno spazio di incontrollata discrezionalità, perché la sua strategia di *asset allocation* e di movimentazione degli investimenti, è comunque vincolata dalle disposizioni regolamentari del fondo comune ed inoltre la Sgr dovrà far ricevere al partecipante copia dei documenti che assicurano le dovute garanzie di trasparenza delle attività di gestione. Sarà compito della società gestore di operare nel modo che considera migliore per diversificare gli investimenti, amministrare i rischi di mercato e provvedere alla liquidità che occorre in considerazione del flusso di possibili richieste di rimborso delle quote.

3.3.2 Il regolamento del fondo comune: la disciplina dei contratti d'investimento e le modalità di appello al pubblico risparmio

Il regolamento del singolo fondo è veicolo attraverso il quale si indica la società promotrice e il gestore del fondo (se diverso dalla società promotrice), così come la banca depositaria degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide, precisando la ripartizione dei compiti tra tali soggetti e al tempo stesso la disciplina dei loro rapporti, rispetto anche ai partecipanti al fondo.

La normativa di regolamento, inoltre, stabilisce la denominazione del fondo comune, la durata e modalità di partecipazione, precisando i termini e il regime di emissione dei certificati rappresentativi delle quote, la disciplina di loro rimborso e dell'eventuale liquidazione del fondo.

Nel determinare le spese a carico del fondo o della Sgr, e, a proposito della misura e dei criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione e degli oneri che sono invece a carico dei partecipanti, il regolamento del fondo comune deve indicare i criteri di determinazione dei proventi e dei risultati della gestione; allo stesso modo sarà il regolamento del fondo a disporre le dovute modalità di informazione del mercato e di pubblicità del valore delle quote.

Se la disciplina regolamentare del fondo comune in ogni sua parte è normativa di così determinante rilievo, sarà dunque chiaro quanto a sua volta rilevi la funzione di vigilanza, dove si incarica la Banca d'Italia di provvedere all'approvazione del regolamento del fondo comune (o delle sue successive modifiche), ma soltanto se ne risulti accertata la completezza e la compatibilità.

Soltanto dopo l'approvazione del regolamento, la Sgr potrà avviare la sua attività di sollecitazione del pubblico risparmio, osservando la disciplina di garanzia della trasparenza e dell'informazione di mercato imposta dalla Consob, con le sue prescrizioni di determinazione dei necessari contenuti del prospetto informativo.

Seguiranno le attività di investimento: attività che la società gestore svolge in nome proprio intestando a sé i valori di volta in volta acquisiti al patrimonio del fondo comune.

La società gestore deve, altresì, osservare le disposizioni del regolamento ministeriale del tesoro in materia di contabilità:

- annotare in un libro giornale sia le iniziative di gestione sia quanto riguarda emissione e rimborsi di quote;

- provvedere alla redazione del rendiconto annuale relativo alla amministrazione del fondo che sarà a sua volta integrato da una relazione degli amministratori (al fine di documentare gli andamenti di gestione essendo prevista anche la predisposizione di una relazione semestrale).

Una speciale disciplina di prospetto, impegna ad indicare il valore unitario delle quote e il valore complessivo del fondo: per questa intera serie di documenti sono disposte adeguate e obbligatorie forme di pubblicità.

Mediante la gestione in monte delle risorse costituite dal tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori presenti nel loro portafoglio finanziario, le società di gestione del risparmio praticano strategie di mercato che, per *asset allocation* e movimentazioni successive, naturalmente possono configurarsi in vario modo, ma in tutti casi di gestione di fondi comuni occorre pur sempre osservare le regole di agire con diligenza, correttezza e trasparenza appunto nell'interesse dei partecipanti al fondo.

Si domandano regole di organizzazione delle attività tali da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e quant'altro possa comunque pregiudicare l'interesse dei partecipanti. Va infine considerato il caso della Sgr, che avendo costituito un fondo comune, ritenga di delegare ad altra società la sua gestione finanziaria. In tal caso si renderà necessaria una convenzione di gestione obbligatoriamente intesa a disciplinare la fattispecie di delega per tutto quanto possa occorrere.

Si dovrà comunque stabilire che per la società delegante non sono ammesse previsioni di esonero o di limitazione delle responsabilità nei confronti degli investitori e dovrà essere assicurata una gestione tale da garantire che, l'operare di mercato sia sempre in linea con la strategia di investimenti che caratterizza il fondo comune.

La società delegata provvederà, quindi, in via continuativa, alla necessaria informazione della Sgr delegante con riguardo alle sue movimentazioni del portafoglio finanziario e naturalmente si dovrà operare osservando le dovute regole in materia di conflitti di interesse.

3.4 I Fondi Comuni di Investimento tra soggetto e oggetto di diritto

Il principio della separatezza patrimoniale dei fondi comuni di investimento, in forza del quale il patrimonio del fondo costituisce patrimonio autonomo rispetto a quello della società di gestione e dei partecipanti, rappresenta un tratto caratterizzante la struttura giuridica dei fondi medesimi, all'interno del nostro ordinamento giuridico (articolo 36, commi 1 e 4, del TUF).

Meno chiaro, ed oggetto di risalenti ed attuali controversie interpretative, è invece l'inquadramento della relativa natura giuridica. I primi dibattiti dottrinali sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento affondano le proprie radici in una fase antecedente all'istituzione e alla disciplina dei fondi medesimi nel nostro ordinamento giuridico, avutasi solamente agli inizi degli anni Ottanta, con la Legge n. 77 del 23 marzo 1983 sull'istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare.

Tra le impostazioni più risalenti, rileva certamente quella che inquadrava il fondo di investimento come comunione sui generis tra i sottoscrittori, secondo la quale i beni del fondo sarebbero appartenuti pro-quota a ciascuno degli investitori, comproprietari in proporzione della somma conferita, ovvero quella che considerava i fondi comuni di investimento di proprietà della società di gestione.

Nel corso degli anni Novanta, entrambe le impostazioni vennero superate. La prima incontrò la critica della dottrina che evidenziava la diversa struttura e scopo tra il fondo comune di investimento e l'istituto della comunione in senso stretto, il quale si sostanzia in una situazione statica in cui più soggetti mettono in comune beni, al fine di trarne i frutti e le utilità che da essa derivano a prescindere dall'esercizio di un'attività; la seconda in quanto si evidenziò come le caratteristiche del fondo non erano riconducibili a quelle del diritto di proprietà.

Il problema principale, attuale più che mai, risultò capire se i fondi comuni di investimento dovessero considerarsi "soggetto o oggetto di diritto".

Sul tema è possibile ricondurre le principali ricostruzioni sulla soggettività giuridica dei fondi essenzialmente all'interno di due filoni:

- il primo nega la soggettività giuridica in capo al fondo. Il fondo non è un soggetto di diritto diverso dalla società di gestione. Quest'ultima godrebbe della titolarità formale dei beni facenti parte del fondo in ragione dell'attività di investimento che deve svolgere nell'interesse dei partecipanti;

- il secondo riconosce la sussistenza della soggettività giuridica in capo al fondo. Quest'ultimo sarebbe pertanto un soggetto di diritto distinto dalla società di gestione e dagli investitori. Tale impostazione rappresentava l'orientamento prevalentemente sostenuto in dottrina e in giurisprudenza prima della richiamata pronuncia del 2010, ed oggi trova supporto in una recentissima Sentenza del Tribunale di Milano del 10 giugno 2016.

Risulta, pertanto, possibile idealmente distinguere tre fasi storiche sull'iter interpretativo della natura giuridica dei fondi comuni di investimento.

La prima fase è quella antecedente alla Sentenza del 2010 e vedeva il prevalere della tesi del fondo quale soggetto di diritto. Questa impostazione, era sostenuta anche a livello giurisprudenziale dal Consiglio di Stato che, all'interno di un proprio parere, aveva riconosciuto espressamente i fondi quali centri autonomi di imputazione di interessi.

La seconda fase è segnata dalla Sentenza del 2010, che ha negato la soggettività in capo ai fondi di investimento e trovato conferma nella giurisprudenza successiva.

Infine la terza fase, che potremmo definire in corso di evoluzione, prende avvio dalla recentissima sentenza del Tribunale di Milano del giugno 2016 e sembrerebbe tornare all'impostazione antecedente il 2010, riconoscendo i fondi quali soggetti di diritto.

Quello che emerge da queste tre tappe storiche è la riconducibilità delle diverse evoluzioni interpretative, sulla natura dei fondi comuni di investimento, essenzialmente al binomio soggetto o oggetto di diritto: risulta, pertanto, necessario esaminare le principali pronunce giurisprudenziali al fine di coglierne i diversi spunti logici.

Le recenti sentenze del Tribunale di Roma non discostano dal consolidato indirizzo tracciato dalla Cassazione, con la sentenza del 2010, confermando dunque il principio che il fondo è privo di personalità giuridica. Viene quindi, condiviso l'orientamento indicato dalla Suprema Corte di legittimità che, con la citata pronuncia del 2010, ha affrontato la carenza di soggettività giuridica del fondo: questo può essere inteso quale patrimonio separato, rispetto sia alla società di gestione del risparmio (SGR) sia ai singoli investitori, i quali restano comunque i proprietari sostanziali dei beni del fondo.

Seppur ci sia stato un evolversi del tessuto normativo, che disciplina la materia dei fondi, non sembrano potersi identificare elementi significativi che permettano di considerare i fondi autonomi centri di imputazione di rapporti giuridici, in quanto le norme del Tuf affidano alla SGR l'attività di istituzione, promozione e gestione del fondo.

Inoltre lo stesso Tuf dà legittimazione alla stessa a richiedere, al tribunale, la liquidazione coatta amministrativa del fondo; viceversa, qualora sia la SGR ad essere in crisi, dalla

lettura dell'art. 57, commi da 1 a 6, del TUF, si evince che la procedura di liquidazione coatta amministrativa non sempre incide sulla struttura e tenuta del fondo. Si conferma, così, il principio della separazione del patrimonio di quest'ultimo rispetto a quello della SGR. A tutto ciò si aggiunge che l'assenza di una struttura organizzativa minima del fondo, rilevabile anche in soggetti privi di personalità giuridica ma comunque centri di imputazione di diritti e obblighi (quali l'associazione non riconosciuta e le società di persone), rende più complessa la configurazione di quest'ultimo, alla stregua di un soggetto autonomo di diritto.

Nuovi spunti di riflessione sono, tuttavia, offerti dalla sentenza del Tribunale di Milano del 2 luglio 2013 che, seppur confermando l'orientamento maggioritario, sembra riconoscere, implicitamente e in particolari circostanze, al fondo la capacità di agire e quindi una sostanziale soggettività: ciò, nella particolare ipotesi in cui i partecipanti si riuniscono in assemblea per deliberare sulla sostituzione del gestore.

In tale contesto, comunque, è opportuno evidenziare che una suddetta previsione non basta di per sé a configurare un vero e proprio regime di autonomia del fondo, anche perché essa non si discosta granché dal modo in cui i gruppi di creditori (obbligazionisti) o partecipanti al capitale di rischio di una qualsiasi società per azioni possono, attraverso le assemblee separate di cui dispongono, far valere i loro punti di vista sulle scelte degli organi sociali.

3.4.1 Analisi del rapporto fondi – SGR

Diviene imprescindibile, in tale analisi, richiamare i dati normativi che definiscono e disciplinano il fenomeno dei fondi comuni di investimento ed il loro rapporto con le società di gestione del risparmio.

Il fondo comune di investimento è il patrimonio autonomo raccolto mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento. Suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti, è gestito in monte nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi.

I fondi comuni di investimento sono istituiti da società di gestione del risparmio, e gestiti dalla stessa che lo ha istituito o da altra SGR. Una SGR può, dunque, gestire sia fondi di propria istituzione, sia fondi istituiti da altre società.

Il fondo è patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello della società di gestione del risparmio e di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio. Su questo non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi.

Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.

Dalla disciplina positiva emerge, dunque, come al fenomeno dei fondi comuni di investimento facciano capo più soggetti (o gruppi di soggetti) o, meglio, diversi centri di interesse. Oltre ai fondi comuni e alle società di gestione del risparmio, troviamo i partecipanti al fondo (definiti anche investitori al citato art. 1 Tuf) e la banca depositaria cui è affidata la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo, nonché l'esercizio di una serie di funzioni relative alla dinamica del rapporto di investimento:

- accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo;
- calcolare il valore delle quote e verificare la correttezza del calcolo se effettuato dalla SGR;
- accertare la destinazione dei redditi del fondo e che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad esso rimessa;
- eseguire le istruzioni della SGR se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza.

3.4.2 Inquadramento normativo del fenomeno

Oltre che nella legge, la regolamentazione dei rapporti inerenti i fondi, trova disciplina in un apposito regolamento relativo alla gestione collettiva del risparmio.

Il fenomeno, è, quindi, disciplinato non in relazione al paradigma di appartenenza, ma individuando una disciplina dello svolgimento di un'attività, esercitata attraverso l'utilizzo

di tipologie di beni specificamente individuati (strumenti finanziari o, come nel caso in esame, immobili), gestiti secondo un intreccio di relazioni tra più soggetti, svolte secondo i paradigmi:

- dell'interesse;
- della destinazione;
- della responsabilità.

Le condotte della società promotrice, del gestore e della banca depositaria devono essere permeate dall'indipendenza e dal perseguimento dell'interesse dei partecipanti al fondo.

Il fondo rappresenta un patrimonio autonomo, distinto dal patrimonio della società di gestione, da quello dei partecipanti al fondo, dagli altri fondi gestiti dalla SGR, e destinato unicamente al soddisfacimento delle pretese inerenti il fondo stesso.

Sul piano della responsabilità, devono essere distintamente esaminati i profili della responsabilità patrimoniale (del fondo) e quello della responsabilità contrattuale (derivante dalle obbligazioni che sorgono in capo ai soggetti che operano nell'ambito dei fondi).

Dal punto di vista della responsabilità patrimoniale, la separazione di ciascuno dei fondi, comporta l'insensibilità di questi alle pretese dei creditori estranei: sia, dunque, di quelli della SGR, sia di quelli di altri fondi, sia di quelli della banca depositaria, sia di quelli dei singoli partecipanti.

Sul piano contrattuale, mentre, si prevedono specifiche ipotesi di responsabilità a tutela dell'effettivo perseguimento di quegli interessi in funzione dei quali deve essere svolta l'attività: la società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario⁵² (art. 36, comma 5); la banca depositaria è responsabile nei confronti della società di gestione del risparmio, e dei partecipanti al fondo, di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi.

Dalla complessa disciplina è dunque desumibile come il fenomeno si connota essenzialmente in termini di investimento (con partecipazione al rischio), posto in essere da soggetti non interessati alla gestione diretta dell'attività attuata con il patrimonio investito, che viene pertanto affidata ad un soggetto specializzato a sua volta libero di individuare le modalità più efficaci secondo le quali operare, fino al punto di poter delegare (in tutto o in parte, e secondo schemi variabili, definiti nel regolamento) un altro soggetto.

⁵² Vedi paragrafo 3.3.1

3.4.3 Attività e funzione

È massima, dunque, la dissociazione tra proprietà e controllo: a fronte del proprio investimento, i partecipanti al fondo sono tendenzialmente privi di poteri di indirizzo sulla gestione, e persino di scelta diretta dei gestori (salvo nel momento iniziale, attraverso l'adesione al fondo, istituito da una determinata SGR), almeno per quanto riguarda i fondi aperti⁵³.

Questo aspetto contraddistingue, in misura diversa, tutte le forme di gestione complessa di attività imprenditoriali, e in questo caso assume estensione massima. A parziale riequilibrio della dissociazione descritta, il legislatore impone la presenza di un ulteriore soggetto per lo svolgimento dell'attività: la banca depositaria.

Si osservi, infatti, come la funzione che istituzionalmente compete alla banca, non sia di mero ausiliario nella gestione attuata dalla SGR, ma risulti permeata di responsabilità e doveri propri: la banca, infatti, è tenuta ad eseguire le istruzioni della società di gestione del risparmio (previo scrutinio di legittimità delle stesse e quindi qualora esse non siano contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza), divenendo così responsabile nei confronti non solo della SGR ma anche dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi.

Del tutto peculiare è la posizione della banca, in quanto manca un'espressa designazione della stessa da parte dei soggetti che è chiamata a tutelare, ponendo in evidenza come il suo agire possa essere qualificato in termini di funzione.

Ci si trova, dunque, di fronte all'esercizio di un'attività non gestita direttamente da coloro che forniscono i mezzi per lo svolgimento della stessa (gli investitori); analogamente a quanto accade, certamente con modalità eterogenee in una pluralità di vicende (a cominciare da quella della società azionaria), in linea di principio coloro che partecipano del rischio di impresa (i soci) sono chiamati ad individuare periodicamente i soggetti cui è affidata la gestione (gli amministratori). Vi sono tuttavia casi nei quali tale facoltà non è concessa (si pensi alla posizione assunta dagli azionisti di risparmio o da altri azionisti privi del diritto di voto) e per i quali appare, quindi, minore la distanza rispetto all'assetto di interessi che si delinea nei fondi di investimento.

⁵³ Deve necessariamente sin d'ora precisarsi come la posizione dei partecipanti sia molto più incisiva nei fondi chiusi: l'assemblea dei partecipanti, infatti, può adottare deliberazioni vincolanti per la SGR nelle materie individuate dal regolamento, ferma restando la competenza in materia di sostituzione della SGR, di richiesta di ammissione alla quotazione e di modifiche delle politiche di gestione.

Nei fondi, il potere esercitato dagli investitori sull'attività non si esprime necessariamente attraverso il coinvolgimento in un organo (l'assemblea), dotato di specifici poteri (organo previsto solo per i fondi chiusi – quali sono necessariamente i fondi immobiliari), ma essenzialmente nella scelta iniziale del soggetto chiamato a gestire, direttamente o indirettamente, l'attività di impresa, secondo l'adesione ad un programma organizzativo (il regolamento), che rappresenta la sede in cui si individuano diritti ed obblighi a carico dei soggetti coinvolti, si fissano le modalità di remunerazione di coloro che collaborano alla amministrazione e alla gestione (SGR e banca) e le modalità di gestione.

In definitiva il rischio di impresa è sopportato dagli investitori: la circostanza che essi non siano necessariamente organizzati in un apposito organo⁵⁴, non fa venir meno la rilevanza della loro posizione nel fenomeno in termini di partecipazione ad un capitale di rischio, sia pure con poteri che sono variamente declinabili, in relazione alle scelte compiute in merito nel regolamento.

Il modello dei fondi rappresenta una modalità di organizzazione del risparmio gestito, attraverso la creazione di patrimoni distinti, reciprocamente indipendenti sul piano della responsabilità. In ambito della responsabilità patrimoniale, è affermato che è giusto prendere atto della equivalenza funzionale tra personalità giuridica e articolazione di un patrimonio in compendi separati, pur osservando come sia innegabile che *“culturalmente il ricorso al linguaggio della persona giuridica enfatizza la diversificazione dei regimi più di quanto non faccia il linguaggio dell'articolazione patrimoniale”*⁵⁵.

Il riferimento alla persona giuridica, normalmente, evoca una separazione patrimoniale perfetta, mentre quello al patrimonio una insensibilità imperfetta. Questa impostazione, proposta prima della riforma del diritto societario, trova conferma nelle modalità prescelte successivamente dal legislatore, per disciplinare l'istituto dei patrimoni destinati nella Spa, nei quali la separazione patrimoniale non è perfetta: sia dal punto di vista dei creditori dei patrimoni nei confronti della società che li costituisce (sebbene limitatamente ai creditori involontari), sia quanto alla destinazione del risultato finale una volta cessata la destinazione patrimoniale (in quanto eventuali residui della liquidazione fallimentare competono alla società che ha istituito i patrimoni e non invece ai soggetti che hanno effettuato apporti o ai portatori di strumenti finanziari di partecipazione).

⁵⁴ Si osservi, tuttavia, come proprio nei fondi chiusi (quali i fondi immobiliari) siano necessariamente attribuite all'assemblea dei partecipanti, delle decisioni (vincolanti per la SGR) tipicamente organizzative, quali la revoca della società di gestione, la richiesta di ammissione a quotazione, la modifica delle politiche di gestione.

⁵⁵ P. SPADA, Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito, I, 845

I fondi, invece, nonostante la pluralità delle espressioni usate (patrimonio autonomo, distinto, separato), costituiscono entità separate caratterizzate da una separazione patrimoniale perfetta, circostanza confermata e rafforzata dalle successive modificazioni della disciplina.

In primo luogo, la SGR non è mai responsabile delle obbligazioni contratte nell'interesse del fondo; in secondo luogo si osserva come, anche in seguito alla liquidazione, il riparto è effettuato unicamente tra i partecipanti al fondo, e neppure in caso di mancata riscossione delle somme da parte degli aventi diritto, si verifica alcuna attribuzione in capo alla SGR che ha istituito il fondo⁵⁶.

Si delinea, dunque, una separazione patrimoniale perfetta.

3.4.4 SGR promotrice e/o gestore

Individuati i tratti essenziali del rapporto fondi-SGR, si può verificare come le facoltà essenziali, che ineriscono al diritto di proprietà (riferito ai beni facenti parte del fondo), possono essere raggruppate in funzione della specifica vicenda in esame, e cioè in:

- gestione e potere di disposizione
- godimento e facoltà di appropriarsi dei frutti
- responsabilità patrimoniale.

Esse, in base alla disciplina appena esposta, si strutturano secondo paradigmi diversi rispetto a quelli del tradizionale inquadramento, in termini di diritto facente capo ad un soggetto.

La facoltà di gestione spetta infatti alla SGR istitutrice (con facoltà di delega ad altra SGR); questa, comunque, non è libera, ma vincolata, sotto una molteplicità di punti di vista. In linea generale deve essere volta al perseguimento dell'interesse dei partecipanti al fondo, soggetta al vaglio di legittimità della banca depositaria e garantire la completa separazione patrimoniale del fondo.

Il potere di disposizione è, in quanto parte della gestione, soggetto agli stessi limiti sopra citati.

⁵⁶ Il regolamento (Titolo V, Cap. I, Sezione II, Parte C, 4.5) prevede il deposito delle somme non riscosse da parte dei titolari delle quote "in un conto intestato alla SGR con l'indicazione che trattasi di averi della liquidazione del fondo.

Il godimento dei beni e l'appropriazione dei relativi frutti, spettano ai partecipanti al fondo in funzione dell'interesse dei quali l'attività deve essere svolta e secondo le modalità organizzative dettate nel regolamento.

Dal punto di vista della responsabilità patrimoniale si verifica un'assoluta separazione: i beni facenti parte del fondo sono destinati a soddisfare unicamente le obbligazioni contratte per conto del fondo stesso; mentre non sono ammesse pretese da parte dei creditori della SGR, né di quelli della banca depositaria, né di quelli dei singoli investitori. Neppure sembra ipotizzabile una responsabilità sussidiaria⁵⁷ della SGR nei confronti delle obbligazioni del fondo, nonostante la formulazione del testo normativo non deponga espressamente in tal senso⁵⁸.

Sulla base di questo quadro disciplinare, pare davvero arduo configurare un diritto inteso esercitabile sui beni facenti parte del fondo, e qualificarlo in termini di proprietà; ancora più ardito riconoscerne in capo alla SGR il soggetto titolare.

Tale convincimento è rafforzato dal fatto che la SGR, che istituisce il fondo, può non essere quella che effettivamente gestisce il fondo affermandosi così il testo regolamentare che individua le funzioni attribuite a ciascuno dei due soggetti, specificando in particolare:

- il soggetto presso il quale vanno inoltrate le domande di sottoscrizione e rimborso delle quote;
- il soggetto che cura i rapporti con i partecipanti;
- il soggetto che esercita i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in cui è investito il fondo.

Dunque, è chiaro che la SGR promotrice, apparentemente proprietaria, seguendo questa tesi, potrebbe in definitiva perdere ogni legame con gli immobili stessi: oltre a non potersi appropriare delle utilità e dei frutti che ne derivano, e a non poterne beneficiare sul piano della garanzia patrimoniale, potrebbe risultare privata anche di ogni potere di gestione.

L'analisi del fenomeno in termini di proprietà in capo alla SGR, conduce a studiare se il mutamento del gestore abbia o meno effetti traslativi, dovendo essere configurabile in termini di modificazione del mandato dal punto di vista degli interessi coinvolti.

⁵⁷ Il carattere sussidiario della responsabilità patrimoniale implica che il creditore deve agire dapprima nei confronti di un determinato debitore (principale) e, solo quando sia rimasto totalmente o parzialmente insoddisfatto, può procedere all'azione esecutiva nei confronti dell'altro debitore (sussidiario).

⁵⁸ All'interno del comma 6 dell'art. 36 TUF vi sono riferimenti dove per "le obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio", che nel loro significato letterale risultano prive di valore precettivo, perché il fondo stesso non dispone di altro patrimonio se non del proprio.

La disciplina prevede che le SGR possano affidare ad altre SGR, con apposito contratto scritto, la gestione di singole operazioni riguardanti i fondi da essi gestiti, o anche delegare la gestione della totalità del patrimonio, lasciando che proprietaria sia in realtà la SGR promotrice e, dunque, la modificazione del gestore non avrebbe conseguenza sul piano della titolarità dei beni che permanerebbe sempre in capo al medesimo soggetto.

Deve tuttavia osservarsi come, secondo il Regolamento 8 maggio 2012, sia possibile provvedere indifferentemente alla sostituzione della società promotrice o del gestore, e, partendo dalla premessa che la SGR promotore sia l'effettivo proprietario degli immobili, dedurre che il legislatore abbia previsto un fenomeno idoneo a produrre effetti traslativi lasciando integralmente, all'autonomia negoziale, il compito di individuarne la disciplina rinviando ad un generico atto scritto.

Ma è ovvio che così non è: il mero mutamento della SGR, gestore o promotore, non può essere ritenuto fenomeno idoneo a produrre effetti traslativi; di conseguenza risulta incongruente affermare che la proprietà dei fondi sarebbe in capo alla SGR, ove una modificazione del soggetto apparentemente proprietario non sia fenomeno idoneo a determinare un mutamento di titolarità.

3.4.5 Trasferimento di un immobile tra fondi della medesima SGR

Accogliendo la tesi che vuole la SGR proprietaria, il trasferimento di un immobile da un fondo all'altro, nell'ambito di quelli istituiti o gestiti dalla medesima SGR, non dovrebbe avere effetti traslativi, non ravvisandosi un mutamento del supposto proprietario.

E' proprio in questa ipotesi, che si ravvisa un vero interesse dei soggetti coinvolti a configurare il trasferimento in termini di vicenda ad effetti traslativi (generalmente, di compravendita): al depauperamento del patrimonio del fondo, destinato ad essere gestito nell'interesse degli investitori, dovrà necessariamente corrispondere una compensazione, configurabile nei termini del pagamento di un prezzo.

Inoltre, la consistenza del patrimonio del fondo, in relazione alla quale si commisura l'estensione del potere di godimento da parte dei partecipanti al fondo, come pure quello della possibilità dei creditori di far valere le proprie pretese, deve essere costantemente ed agevolmente identificabile, e non lasciato ad adempimenti di incerta natura.

3.4.6 Fondo e soggettività. Il fondo come sintesi di una disciplina

Emerge, a codesto punto, l'elemento di frizione della questione: il fenomeno dei fondi comuni di investimento mal si presta ad essere inquadrato entro lo schema tradizionale diritto di proprietà – titolare.

Se il sistema regge nel momento in cui i beni facenti parte del fondo sono strumenti finanziari, in quanto la separatezza e la reciproca impermeabilità dei fondi gestiti da una medesima SGR sono attuate attraverso gli obblighi posti in capo alla banca depositaria chiamata a custodire i titoli, entra invece in crisi ove i beni facenti parte del fondo siano immobili.

Il sistema della trascrizione, infatti, è organizzato su base soggettiva, e dunque anche se la natura del fenomeno mal si presta a far ravvisare un proprietario: bisogna prendere posizione sulle modalità di effettuazione delle trascrizioni relative a immobili oggetto di apporto a fondi immobiliari, ed individuare il soggetto a favore del quale effettuare la formalità.

Nella sentenza della Cassazione n. 16605/2010, si afferma che il fondo non è dotato di propria soggettività; la premessa, tuttavia, è che ciò non dipenda dal mancato formale riconoscimento della personalità giuridica, posto che, anche in assenza del formale riconoscimento della personalità, un ente può essere considerato un centro di imputazione di rapporti giuridici e, per ciò, titolare di diritti ed obblighi.

Dopo aver specificato i termini autonomia e distinzione, riferiti al patrimonio del fondo, l'intera argomentazione si concentra sull'accezione di "autonomia", intesa nel senso di potere di un soggetto di autodeterminare le proprie scelte e le linee guida del proprio *agère*, i quali fondi ne sono privi.

L'elemento decisivo, al fine di escludere la configurazione del fondo come un autonomo soggetto di diritto, dunque, viene identificato nella assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, quale ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone: significativo, in tale senso, è ritenuto il necessario intervento della SGR per entrare in relazione con i terzi.

Di conseguenza, la configurazione del fondo come soggetto autonomo finirebbe per rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti (nella misura in cui potrebbe indurre a dubitare della possibilità che i creditori per obbligazioni contratte nell'interesse del fondo, siano ammessi a rivalersi nei confronti della società di gestione, qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni).

Vale la pena di precisare che la questione, oggetto di interpretazioni divergenti nel tempo, ha richiamato l'attenzione del legislatore con una presa di posizione sull'esclusiva responsabilità del fondo, e non della SGR, e la non condivisione dell'impostazione adottata, cioè la verifica dell'esistenza della soggettività del fondo.

Sul punto, ci si focalizza sull'affermazione che il riconoscimento dell'autonoma soggettività del fondo rappresenterebbe "una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti"⁵⁹. Dal punto di vista della presunta complicazione, in realtà, nulla si modificerebbe sul piano empirico, perché, riconosciuta o meno la soggettività in capo ai fondi, il soggetto che si manifesta all'esterno è (e rimarrebbe) unicamente la SGR, che agirebbe sempre in funzione dell'assetto degli interessi dei partecipanti.

Ciò che non si può condividere, invece, è che la SGR non sia tenuta a precisare per quale fondo compia una determinata attività negoziale, vanificando in questo modo la separazione patrimoniale che contraddistingue i fondi.

L'autonomia cui fa riferimento il legislatore nel definire i fondi (art. 36 co. 5, Tuf) è riferita all'ambito patrimoniale: ciascun fondo, infatti, costituisce patrimonio autonomo, distinto dal patrimonio della SGR, di ciascun partecipante, di ogni altro patrimonio gestito dalla stessa SGR. Bisogna rilevare, pertanto, come vi sia una chiara esigenza dei partecipanti, in relazione a quelle che sono le caratteristiche dell'esercizio dell'attività svolta in funzione di un investimento collettivo, ad una identificazione dei beni che compongono il patrimonio del fondo in modo da poterli distinguere, sia sotto i profili gestori sia sotto quelli della responsabilità, da quelli appartenenti a fondi diversi gestiti dalla medesima SGR nonché da altri patrimoni gestiti dalla stessa, potendo esse svolgere anche il servizio di gestione di portafogli.

Tale esigenza risulterebbe del tutto insoddisfatta dal riconoscimento, in capo alla SGR, della proprietà degli immobili che compongono il fondo: delle facoltà del proprietario non vi è traccia né sotto il profilo dell'appropriazione del risultato della gestione, né su quello della responsabilità patrimoniale, mentre il profilo della gestione, ma pur sempre svolto nell'interesse altrui, sarebbe solo eventuale.

Fintanto che permane nell'ambito del patrimonio di un fondo gestito da una SGR, il bene è soggetto ad un peculiare regime, quanto a poteri, diritti, responsabilità.

Una volta identificato il peculiare complesso di norme predisposto dal legislatore è possibile allora fare chiarezza su quali siano le modalità di effettuazione della pubblicità

⁵⁹ P. SPADA, Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito, I, 846

più idonee a rendere opponibile ai terzi l'assetto realizzato, e dare concretezza all'articolazione patrimoniale, intesa come articolazione del ceto dei creditori⁶⁰.

Mentre per i fondi mobiliari il legislatore individua un soggetto terzo, la banca depositaria, cui è affidata la custodia dei titoli, per i fondi immobiliari appare necessario avvalersi dello strumento della pubblicità immobiliare.

Solo in tal modo è possibile realizzare l'autonomia patrimoniale: garantire la distinzione dei creditori e qualificare in termini traslativi ogni depauperamento del patrimonio del fondo, facendo dunque rilevare in questi termini anche i trasferimenti immobiliari tra due fondi gestiti dalla medesima SGR.

“È di tutta evidenza, allora, affermare che il metodo per eseguire le formalità immobiliari deve consentire l'immediata e diretta identificabilità dei beni appartenenti al fondo (e non alla SGR che, si è detto, potrebbe aver istituito e/o gestire fondi diversi), per i quali il legislatore ha chiaramente affermato l'esigenza di assicurare una autonomia patrimoniale perfetta.

La ricerca delle modalità secondo le quali avvalersi dello strumento pubblicitario non può allora non tener conto degli interessi in funzione dei quali è dettata la disciplina, ma deve individuare i presunti elementi rivelatori di una soggettività, intesa quasi naturalisticamente.

In ogni caso, il significato delle espressioni personalità giuridica (o soggettività) non può essere inteso in senso assoluto, bensì dipende dalle concrete scelte dell'ordinamento; pertanto, non interessa accertare se il fondo sia o meno in sé una persona giuridica o un soggetto di diritto, ma verificare se sia o meno un soggetto di diritto ai fini dell'applicazione della disciplina”⁶¹.

Il peculiare rapporto che si instaura tra SGR e fondi delinea uno schema di gestione di un'attività, nell'ambito del quale la relazione che si instaura nei confronti dei beni, facenti parte dei fondi, non si presta ad essere agevolmente ricompresa nei tradizionali schemi.

Il legislatore, tuttavia, detta una disciplina accurata del fenomeno, e delinea il fondo in termini di patrimonio autonomo e separato. Che da questi elementi possa attribuirsi soggettività o meno al fondo resta una questione in definitiva nominalistica, che dipende

⁶⁰ P. SPADA, Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito, I, 844

⁶¹ P. SPADA, Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito

dalla nozione di soggettività che l'interprete decide di accogliere⁶².

Dal punto di vista delle modalità secondo le quali attuare la pubblicità immobiliare, le diverse possibilità offerte dall'ordinamento propendano per l'effettuazione delle formalità a favore dei fondi, con indicazione della SGR nel quadro D⁶³, come del resto sembra orientata la prassi prevalente. Questa, quindi, è indirizzata prevalentemente nel procedere ad una intestazione dell'immobile in capo al fondo: accogliendo questa impostazione, in caso di mutamento della SGR, non muterà l'intestazione dell'immobile, che rimarrà sempre in capo al fondo, ma si avrà unicamente la modifica dell'indicazione nel quadro D, mediante apposita annotazione.

Sembra essere questo, invero, il sistema che meglio realizza il sistema di segmentazione della responsabilità patrimoniale proprio dell'istituto.

3.5 Un caso pratico: La SGR come gestore del Fondo immobiliare Retail Alfa

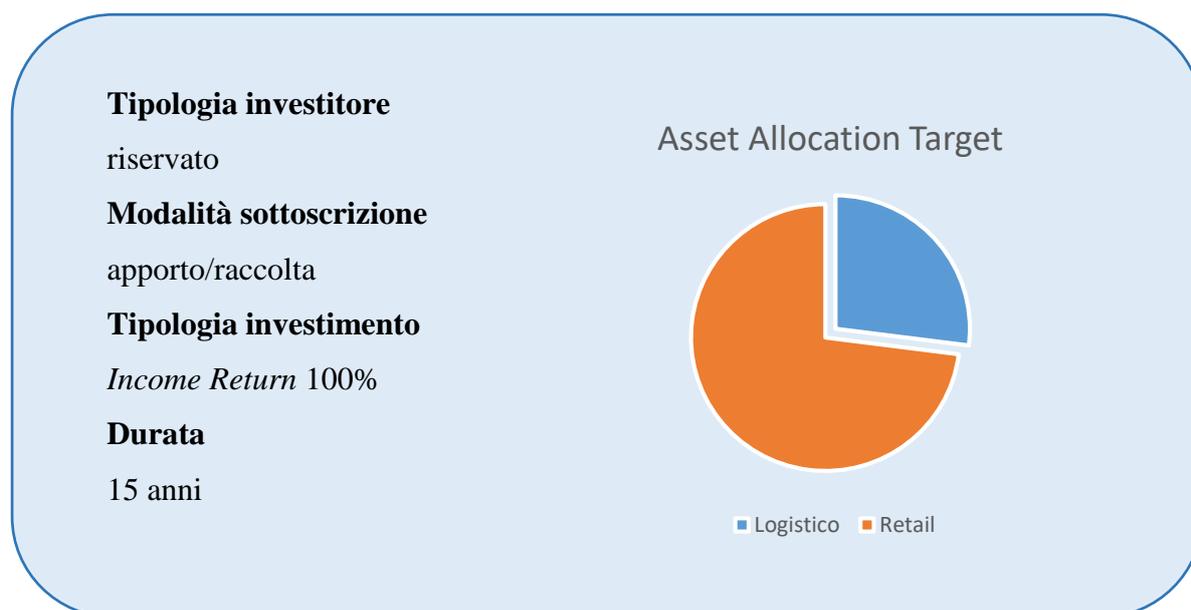
Il presente saggio, giungendo nella sua parte finale, analizza un caso pratico, in particolare le modalità di funzionamento del fondo immobiliare Retail (fondo Alfa).

Dopo aver analizzato, nella fase iniziale del capitolo, quali sono le funzioni della SGR ed in particolare come è trattato il rapporto tra la medesima e il fondo gestito in un'ottica di raffronto tra soggetto con capacità giuridica e elemento contenitore con focalizzazione sul centro d'imputazione della soggettività, il caso che segue non solo va a chiarire a livello empirico come viene gestito questo rapporto, ma punta a centrare l'obiettivo presentato nell'introduzione del presente saggio: *“a fronte di un cap rate maggiore/uguale al 5%, investire in fondo immobiliare retail è una forma remunerativa più redditizia rispetto ad altre forme d'investimento”*.

⁶² Sul punto P. SPADA, op. cit., 844 ss. e P. CALICETI, op. cit., 232 ss. Superabile l'argomento centrale adottato dalla Cassazione per escludere la soggettività, e cioè l'assenza di organi propri, che sembra risentire di un approccio naturalistico, e pare trascurare la progressiva tendenza alla spersonalizzazione delle gestioni (chiara anche in ambito di società di capitali, con l'ammissibilità dell'amministratore persona giuridica).

⁶³ Il quadro D è la sezione della nota di trascrizione a forma libera, nel quale, ai sensi dell'art. 17 l. 52/1985 devono essere riportati eventuali condizioni o patti di natura reale menzionati nella nota e la descrizione sommaria dei fabbricati in corso di costruzione, e possono essere riportati altri contenuti dell'atto, elementi questi ultimi che il redattore della nota dovesse ritenere opportuni, se non necessari, per un'informazione più completa sulla vicenda o sul rapporto giuridico che si vuole pubblicizzare.

3.5.1 Caratteristiche del fondo



Il fondo immobiliare Alfa presenta una strategia d' investimento Core⁶⁴, con l'obiettivo di gestione di immobili *retail* completamente locati in un orizzonte temporale di 15 anni.

Il portafoglio è costituito da 27 immobili a destinazione commerciale e 3 a destinazione logistica, localizzati nel centro Italia, in particolare Toscana, Campania e Lazio.

Il valore dell'intero portafoglio è stimato essere intorno a € 124 Milioni con un valore minimo target del Net Asset Value pari a 50/60 Mln.

Il NAV, ossia il Net Asset Value di un fondo comune di investimento, rappresenta il valore complessivo netto del patrimonio del fondo⁶⁵. Esso è dato dalla somma algebrica del valore di tutte le attività presenti, al netto di eventuali passività; per calcolarlo è necessario conoscere la quantità e i prezzi di mercato di ciascuno strumento finanziario e di ciascuna attività in cui risulta investito il patrimonio.

In formula:

$$NAV = \frac{\text{prezzo di mercato dei titoli} * \text{quantità} + \text{liquidità}}{\text{numero di quote in circolazione}}$$

⁶⁴ Queste attività sono locate tra 90% -100% e si trovano generalmente in località primarie con un flusso di locazione garantito a lungo termine (oltre cinque anni). Per approfondimenti si rimanda al paragrafo 2.5.3 del secondo capitolo

⁶⁵ Nel caso dei fondi comuni di investimento di tipo aperto il NAV viene calcolato quotidianamente e comunicato attraverso i principali quotidiani a diffusione nazionale; al contrario, nel caso dei fondi chiusi, il NAV viene calcolato con frequenza meno elevata (solitamente mensile) a motivo della particolarità dei beni oggetto di investimento.

Il NAV viene usato per valutare il rendimento azionario del portafogli e serve principalmente per:

- Vendere nuove quote
- Rimborsare le quote esistenti

Il Net Asset Value viene contabilizzato a bilancio. Il suo valore può discostarsi dal prezzo di mercato per le quote del fondo, non appena queste iniziano ad essere scambiate in Borsa: il prezzo viene determinato dall'incontro di domanda e offerta, che a loro volta dipendono da altri fattori, non tutti riconducibili al bilancio di esercizio.

L'investitore può scegliere se vendere le quote al prezzo di Borsa (che può anche essere inferiore al valore nominale e determinare una perdita secca in conto capitale), oppure di avvalersi delle finestre di entrata-uscita previste una/due volte all'anno, ad un prezzo prestabilito (e non di Borsa) nel contratto per la vendita o l'acquisto di nuove quote: in alcuni fondi, il regolamento limita la finestra di uscita al fatto che sia possibile usufruirne solo se ci sono sufficienti nuove domande di sottoscrizione, altrimenti si slitta alla finestra successiva.

La finestra di entrata /uscita ha l'utilità di calmierare i prezzi di Borsa⁶⁶, con un mercato secondario che opera acquisti e vendite ad un prezzo prestabilito contrattualmente.

Il fondo *retail* Alfa, oltre ad ammettere un periodicità di comunicazione al pubblico del valore delle quote giornaliera, prevede una politica di distribuzione dei proventi del 100%, su base annuale e con obiettivi di *cash to equity yield*⁶⁷ prestabiliti.

Il portafoglio è locato al 100% e, in fase in costituzione, è stato fissato un target complessivo dei valori sotto gestione minimo a 70/80 Mln; si ci riferisce a tutti gli strumenti finanziari gestiti chiamati propriamente Asset Under Management (o AUM).

In pratica, l'AUM è una cifra che indica la grandezza e il livello di successo di una società in un determinato settore, ma rappresenta anche la quantità di denaro su cui un'istituzione finanziaria ha facoltà legale di chiedere commissioni di gestione, che in tale caso sono valutate su base semestrale, con variabilità pari al 15% dell'overperformance.

⁶⁶ Si fa riferimento all'imposizione per legge di un tetto massimo ai prezzi al consumo per uno o più prodotti. Questa misura viene talvolta presa dai governi per contrastare un aumento eccessivo dei prezzi causato dall'inflazione.

⁶⁷ Il cash to equity yield è un indicatore di performance che standardizza i "free cash flow per share". E' il valore che una società si aspetta di ottenere rispetto al suo valore di mercato. Il rapporto viene così calcolato:

$$\text{Free Cash Flow Yield} = \frac{\text{Free Cash Flow per Share}}{\text{Current Market Price per Share}}$$

Infine, in fase di operatività del fondo, è previsto il ricorso all'indebitamento per finanziare le acquisizioni degli immobili: il *Loan to Value* iniziale minimo è fissato al 20%, ma visto il profilo di rischio potrebbe assumere valore massimo del 40%.

Il *Loan to Value* (LTV) *ratio* viene definito come il rapporto tra l'importo del finanziamento concesso da chi presta il denaro e il valore del bene che il prenditore intende porre a garanzia del prestito; viene comunemente utilizzato dalle banche nell'ambito della concessione di finanziamenti nel settore immobiliare quale indicatore di rischio del prestito stesso.

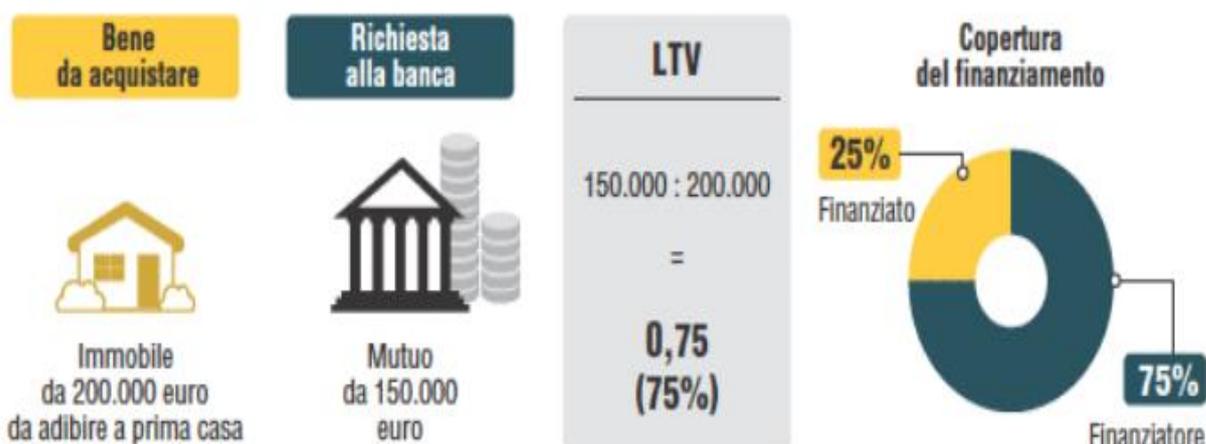
L'LTV è fondamentale nel processo di erogazione di un mutuo immobiliare ma non è il solo. Molta importanza viene assunta dalla determinazione del valore dell'immobile: normalmente viene utilizzato il valore più basso tra quello della perizia di un esperto del settore e quello di un recente passaggio di proprietà dell'immobile stesso.

In seguito viene presentato un esempio su come viene trattato il *Loan to Value*, tratto da Borsa Italiana:

Il "Loan to Value"

Il LTV viene comunemente utilizzato dalle banche quale indicatore di rischio per i prestiti nel settore immobiliare. Si calcola come rapporto tra l'importo del finanziamento e il valore del bene che il cliente intende acquistare. Esempi

LOAN TO VALUE RATIO (LTV), NEI CASI ORDINARI



Si riportano ora in fase schematica le caratteristiche principali del fondo Alfa:

Strategia d'investimento

- **Core:** investimento in immobili interamente locati, in un'ottica di lungo periodo

Target minimo AUM

- € 70/80 mln

Target minimo NAV

- € 50/60 mln

Immobili

- Il portafoglio iniziale si compone di **27 immobili a destinazione commerciale e 3 immobili a destinazione logistica**, localizzati nel centro Italia (Toscana, Lazio, Campania) per un **valore stimato** pari a circa **€ 124 Mln**

LTV

- E' previsto il ricorso all'indebitamento da parte del Fondo per finanziare le acquisizioni degli immobili con un **Loan to Value iniziale minimo pari al 20%**; il Fondo, visto il profilo di rischio, potrebbe assumere finanziamenti fino ad un *Loan to Value* massimo del 40%

Regime Commissionale

- Commissione di gestione, valutata su base annuale.
- Commissione variabile finale pari al 15% dell'overperformance

Politica di distribuzione

- Distribuzione, su base semestrale, del 100% dei proventi distribuibili

Tenant

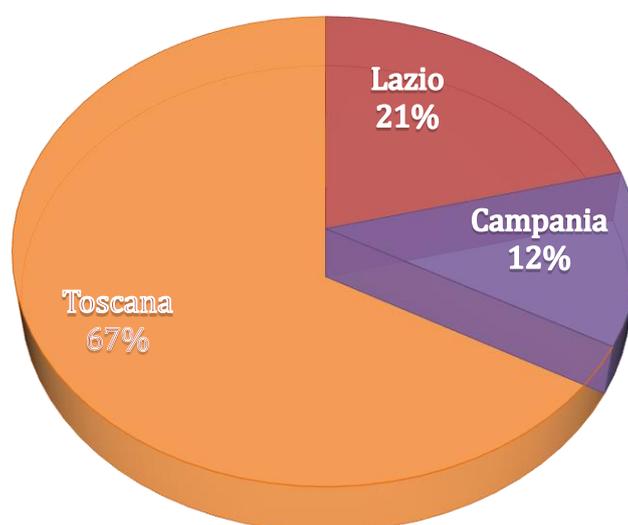
- Il portafoglio sarà locato al 100%

3.5.2 Portafoglio immobiliare: Asset Database

Comune	Regione	Provincia	Destinazione d'uso	Portfolio in
Asset1	CAMPANIA	NA	Retail	31/12/2017
Asset2	TOSCANA	LI	Retail	31/12/2017
Asset3	LAZIO	RM	Retail	31/12/2017
Asset4	LAZIO	RM	Retail	30/06/2018
Asset5	LAZIO	RM	Retail	30/06/2018
Asset6	TOSCANA	GR	Retail	31/12/2017
Asset7	TOSCANA	GR	Retail	30/06/2018
Asset8	CAMPANIA	AV	Retail	31/12/2017
Asset9	TOSCANA	LI	Retail	30/06/2018
Asset10	TOSCANA	GR	Retail	31/12/2017

Il database del fondo può essere ricondotto ad una classificazione complessiva di 10 *asset*, geograficamente allocati in 3 regioni e definiti nelle percentuali individuate dal seguente diagramma:

ALLOCAZIONE GEOGRAFICA



Il *pool* di *asset* è così fissato (e verrà mantenuto tale per tutta l'analisi), ed è individuabile, a livello generale, nel comparto *retail*, essendo la gestione logistica una componente fondamentale per la gestione, monitoraggio e incremento del valore del Retail business.

Ulteriore caratteristica del fondo è la composizione, la quale prenderà vita a termine del 2017 con l'apporto di sei *asset*, per poi completarsi nel primo semestre del 2018.

Comune	Regione	GLA	Prezzo di cessione	Prezzo di cessione/GLA (€/sqm)	Locazione annuale (€)	Locazione annuale (€/sqm)	Loan (€)	Leverage (%)
Asset1	CAMPANIA	12.200	26.000.000	2.131	1.820.000	149	10.400.000	40%
Asset2	TOSCANA	5.508	12.000.000	2.179	810.000	147	4.800.000	40%
Asset3	LAZIO	7.958	12.000.000	1.508	810.000	102	4.800.000	40%
Asset4	LAZIO	9.536	12.000.000	1.258	840.000	88	4.800.000	40%
Asset5	LAZIO	8.500	10.000.000	1.176	725.000	85	4.000.000	40%
Asset6	TOSCANA	2.424	6.000.000	2.475	405.000	167	2.400.000	40%
Asset7	TOSCANA	3.718	6.000.000	1.614	435.000	117	2.400.000	40%
Asset8	CAMPANIA	5.382	6.000.000	1.115	420.000	78	2.400.000	40%
Asset9	TOSCANA	4.692	6.000.000	1.279	420.000	90	2.400.000	40%
Asset10	TOSCANA	2.640	4.000.000	1.515	306.000	116	1.600.000	40%
Totale Retail		62.558	100.000.000	1.599	6.991.000	112	40.000.000	40%
	Toscana	18.982	34.000.000		2.376.000			
	Lazio	25.994	34.000.000		2.375.000			
	Campania	17.582	32.000.000		2.240.000			
	Totale	62.558	100.000.000		6.991.000			

Nel settore dei centri commerciali è molto importante considerare tutte le aree che producono reddito di locazione, quindi la superficie di vendita, i locali per le lavorazioni, per le scorte e per l'attività amministrativa individuando qual è la superficie lorda affittabile dove però sono inclusi gli spazi comuni tra più esercizi e gestiti collettivamente (parcheggi e galleria commerciale). Talora indicata con l'acronimo GLA (*Gross leasable area*), è un parametro utilizzato per la classificazione dei centri commerciali e indica la misura, in metri quadri, della superficie utile a produrre reddito.

La tabella riporta i dati di riferimento e mostra come il fondo si relazioni ad un totale di 62.500 m² di superficie lorda. Il prezzo di cessione è fissato sulla base di questo indicatore considerando il prezzo per mq: è possibile notare come questo non sia solo funzione della superficie utile, ma anche di proprietà legate alla *value allocation*. Comparando la regione Lazio con la Toscana, è possibile notare come quest'ultima presenti un prezzo di cessione/GLA (€/sqm) più alto in rapporto ad un GLA più basso.

In fase di acquisizione degli immobili, il fondo fa leva su un leverage che, dato il profilo di rischio, è fissato al 40%, con prestito che fa riferimento alla grandezza (in termini di m²) dell'*asset*. In tale ottica è individuato il compenso da locazione con un totale di circa € 7

Mln, distribuito equamente tra le 3 regioni (2.376.000 Toscana, 2.375.000 Lazio, 2.240.000 Campania) su una media 122 €/sqm.

Si fornisce ora una descrizione dettagliata degli immobili detenuti dal Fondo alla data di riferimento della presente relazione.

- IMMOBILI IN CAMPANIA

N. ASSET	Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda	Redditività		
				Canone per €/m ²	Scadenza contratto	Fatturato (€)
1	Campania (NA)	Retail	12.200	149	Dal 31/12/2017 al 30/06/2032	23.500.000
8	Campania (AV)	Retail	5.382	78	Dal 31/12/2017 al 30/06/2031	8.600.000

Localizzazione e descrizione

L'asset numero 1 è situato a nord-ovest della città ed è facilmente raggiungibile in auto tramite con la possibilità di usufruire di un ampio parcheggio.

Il secondo asset ha una struttura costituita da un edificio su due livelli, piano interrato e piano terra, servito da due aree di parcheggio a raso ed in copertura per un totale di 700 posti.

Il centro commerciale è facilmente accessibile con locali commerciali che si aprono sul due gallerie pedonali di piano, collegate tra loro con un sistema di ascensori e tapis-roulant alle quali si accede dai parcheggi e dagli ingressi pedonali. La struttura è anche oggetto di un programma di ristrutturazione funzionale attraverso un rinnovamento dell'interior design in grado di rafforzare l'attrattività.

Prezzo d'acquisto

Asset 1: euro 26.000.000 oltre ad Iva e oneri connessi all' acquisizione.

Asset 8: euro 6.000.000 oltre a oneri accessori

Canone complessivo

Asset 1: prezzo di locazione annuale complessivo di € 1.820.000

Asset 8: prezzo di locazione annuale complessivo di € 420.000

Rendimento lordo e netto relativo all'intera durata dell'investimento

Asset 1: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,7% con un rendimento netto medio attorno il 3,6%.

Asset 2: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,6% con un rendimento netto medio attorno il 2,6%.

- IMMOBILI IN TOSCANA

N. ASSET	Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda	Redditività		
				Canone per €/m ²	Scadenza contratto	Fatturato (€)
2	Toscana (LI)	Retail	5.508	147	Dal 31/12/2017 al 31/12/2031	14.000.000
6	Toscana (GR)	Retail	2.424	167	Dal 31/12/2017 al 30/06/2031	9.000.000
7	Toscana (GR)	Retail	3.718	117	Dal 30/06/2018 al 30/06/2032	8.900.000
9	Toscana (LI)	Retail	4.692	90	Dal 30/06/2018 al 30/06/2032	5.200.000
10	Toscana (GR)	Retail	2.640	116	Dal 31/12/2017 al 31/12/2031	4.700.000

Localizzazione e descrizione

Gli asset in questione sono parte di una cooperativa con quasi un milione di soci rappresentando una delle grandi cooperative di consumatori in Italia con oltre 100 punti

vendita. I soci sono radicati nei territori di appartenenza e svolgono un ruolo consultivo e propositivo nella realizzazione degli obiettivi economici e sociali.

Prezzo d'acquisto

Asset 2: euro 12.000.000 oltre ad Iva e oneri connessi all' acquisizione.

Asset 6: euro 6.000.000 oltre a oneri accessori

Asset 7: euro 6.000.000 oltre ad Iva e oneri accessori

Asset 9: euro 6.000.000 oltre a oneri connessi all'acquisizione

Asset 10: euro 4.000.000 oltre a oneri accessori

Canone complessivo

Asset 2: prezzo di locazione annuale complessivo di € 810.000

Asset 6: prezzo di locazione annuale complessivo di € 405.000

Asset 7: prezzo di locazione annuale complessivo di € 435.000

Asset 9: prezzo di locazione annuale complessivo di € 420.000

Asset 10: prezzo di locazione annuale complessivo di € 306.000

Rendimento lordo e netto relativo all'intera durata dell'investimento

Asset 2 e 6: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,5% con un rendimento netto medio attorno il 3,8%.

Asset 7: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,6% coincidendo con il rendimento netto medio

Asset 9: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,5% con un rendimento netto medio attorno il 3,4%.

Asset 10: Il rendimento lordo risulta essere in media il 4% con un rendimento netto medio attorno il 3.8%.

- IMMOBILI NEL LAZIO

N. ASSET	Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Superficie lorda	Redditività		
				Canone per €/m ²	Scadenza contratto	Fatturato (€)
3	Lazio (RM)	Retail	7.958	102	Dal 31/12/2017 al 30/06/2032	15.500.000

4	Lazio (RM)	Retail	9.536	88	Dal 30/06/2018 al 30/06/2032	15.400.000
5	Lazio (RM)	Retail	8.500	85	Dal 30/06/2018 al 30/06/2032	12.100.000

Localizzazione e descrizione

Anche nella regione Lazio, il complesso degli *asset* appartiene ad una cooperativa. I complessi immobiliari sono ubicati nelle vicinanze di Roma, in zone interessate dalla presenza di edifici ad uso misto, residenziale, direzionale, commerciale e dall'elevata accessibilità sia per mezzi privati che pubblici.

Prezzo d'acquisto

Asset 3: euro 12.000.000 oltre ad Iva e oneri connessi all' acquisizione.

Asset 4: euro 12.000.000 oltre a oneri accessori

Asset 5: euro 10.000.000 oltre a oneri connessi all'acquisizione

Canone complessivo

Asset 3: prezzo di locazione annuale complessivo di € 810.000

Asset 4: prezzo di locazione annuale complessivo di € 840.000

Asset 5: prezzo di locazione annuale complessivo di € 725.000

Rendimento lordo e netto relativo all'intera durata dell'investimento

Asset 3: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,5% con un rendimento netto medio attorno il 2,8%.

Asset 4: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,5% con un rendimento netto medio attorno il 2,6%.

Asset 5: Il rendimento lordo risulta essere in media il 3,6% con un rendimento netto medio attorno il 3%.

Un importante indicatore che emerge dall' analisi del fondo, risiede nella stima del ERV, ossia l'*Estimated Rental Value*. L' ERV è uno dei fattori più importanti (se non, il fattore più importante) che un investitore dovrebbe prendere in considerazione quando decide di acquistare un investimento *real estate*. Generalmente conosciuto come valore di affitto del mercato, è il canone che si può ragionevolmente prevedere di una proprietà basato su

caratteristiche quali: condizione della struttura, servizi, ubicazione e condizioni del mercato locale.

In un mercato in cui la domanda supera l'offerta, il tasso di posti vacanti diminuisce e gli affitti aumentano. In questo caso, l'ERV può superare l'affitto corrente.

L'ERV si applica principalmente allo spazio libero di una proprietà che dovrebbe essere coperto nel periodo in cui si riferisce il valore previsto del canone.

Quando si analizza la redditività di una proprietà in affitto, un investitore considera la ERV, il flusso di cassa o il denaro rimasto dopo che vengono pagate tutte le spese.

	Annual Rent (€)	ERV (€)
Asset1	1.820.000	1.952.000
Asset2	810.000	798.660
Asset3	810.000	795.800
Asset4	840.000	1.001.280
Asset5	725.000	595.000
Asset6	405.000	412.080
Asset7	435.000	429.000
Asset8	420.000	430.560
Asset9	420.000	328.440
Asset10	306.000	303.600
	6.991.000	7.046.420

Dalla tabella è possibile notare come la previsione sui canoni d'affitto non si è discostato di molto da quelli concretamente stabiliti.

A conclusione dell'analisi sull'asset database, vengono riportate le principali voci di costo gravanti sui vari *asset* appartenenti al fondo.

Property Costs	Replacement cost (€/m ²)	Repair&maintenance (€/year)	acqu. taxes	IMU (€/y)	Insurance (€/half year)	Lease registration tax
Asset1	1.000	122.000	2,00%	222.000	6.500	0,50%
Asset2	1.000	55.080	2,00%	32.000	3.000	0,50%
Asset3	1.000	79.580	2,00%	234.000	3.000	0,50%
Asset4	1.000	95.360	2,00%	238.000	3.000	0,50%
Asset5	1.000	85.000	2,00%	146.000	2.500	0,50%
Asset6	1.000	24.240	2,00%	14.000	1.500	0,50%
Asset7	1.000	37.180	2,00%	34.000	1.500	0,50%
Asset8	1.000	53.820	2,00%	134.000	1.500	0,50%
Asset9	1.000	46.920	2,00%	33.000	1.500	0,50%
Asset10	1.000	26.400	2,00%	34.000	1.000	0,50%
		625.580		1.121.000	25.000	

3.5.3 Funzionamento del fondo e analisi economico finanziaria

La gestione ordinaria del Fondo Alfa si è indirizzata verso la conservazione ed il miglioramento dello stato locativo degli immobili facenti parte del portafoglio ed il monitoraggio continuo dello stato tecnico degli edifici, al fine di mantenere in efficienza gli immobili.

In particolare, la linea strategica che il fondo persegue è la caratterizzazione di un portafoglio di immobili in grado di offrire:

- un rendimento stabile in virtù della composizione del portafoglio, concentrata su immobili a reddito (core), condotti in locazione al gruppo operatore (uno dei principali attori sul mercato italiano nel settore della Grande Distribuzione Organizzata);
- un'ulteriore garanzia sulla protezione del valore dell'investimento, dato dall' adeguamento dei canoni all'inflazione.

La formula del *Sale and Lease Back* è l'operazione scelta a fronte della costituzione del fondo e in rapporto agli operatori.

Il *lease back*, anche *sale and lease back* (in italiano vendita con patto di locazione), è una particolare forma di finanziamento di un'azienda che consiste in un contratto di vendita di un bene stipulato tra il soggetto che lo possiede e l'istituzione finanziaria che contestualmente lo assegna in locazione finanziaria (o leasing finanziario) al cedente; il cedente pertanto si trasforma da proprietario del bene ad utilizzatore. Come in tutti i contratti di leasing, anche nel contratto di *lease back* l'utilizzatore ha la possibilità di riscattare il bene al termine del contratto di locazione (diritto d'opzione d'acquisto).

Possono essere oggetto di cessione sia beni materiali che immateriali, anche se per questi ultimi esistono vincoli legislativi circa la durata minima del leasing.

Pur essendo una forma contrattuale atipica⁶⁸, la Corte di Cassazione ne ha riconosciuto la validità ed una sua piena autonomia causale, rispetto ad altre fattispecie contrattuali con le quali presenta dei punti di contatto.

⁶⁸ Per contratti atipici (detti anche contratti innominati) si intendono quei contratti non espressamente disciplinati dal diritto civile ma creati ad hoc dalle parti, in base alle loro specifiche esigenze di negoziazione. In questo tipo di contratti le parti del contratto possono agire liberamente, scegliendo tutti i termini che devono regolare il contratto senza restrizioni. L'articolo 1322 del codice civile regola questa tipologia di contratti: " *Le parti possono liberamente determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge (e dalle norme corporative). Le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico*".

Il *lease back* consente all'alienante di liberare capitali, altrimenti immobilizzati in mezzi aziendali, ottenendo liquidità pur conservandone l'utilizzo contro la corresponsione all'istituto erogante il leasing dei canoni mensili.

La funzione del contratto è essenzialmente quella di finanziamento e, in correlazione ad essa, per lungo tempo si è dubitato della sua compatibilità con il divieto del patto commissorio.

Tipici esempi di contratti di *lease back* possono essere:

- a. cessione di immobili o di impianti produttivi;
- b. cessione di un flotta aziendale di automezzi che si intende continuare ad utilizzare tramite un contratto di leasing;
- c. cessione della proprietà di un marchio pur continuando ad averne i diritti di utilizzo;

L' esempio *a)* si riferisce pienamente alla nostra analisi ed in particolare nel delineare la formula *lease back*, il Fondo ha puntato ad una strategia che consente agli operatori di non perdere il possesso dei beni e di mantenere ampi margini di monitoraggio su aspetti significativi della gestione.

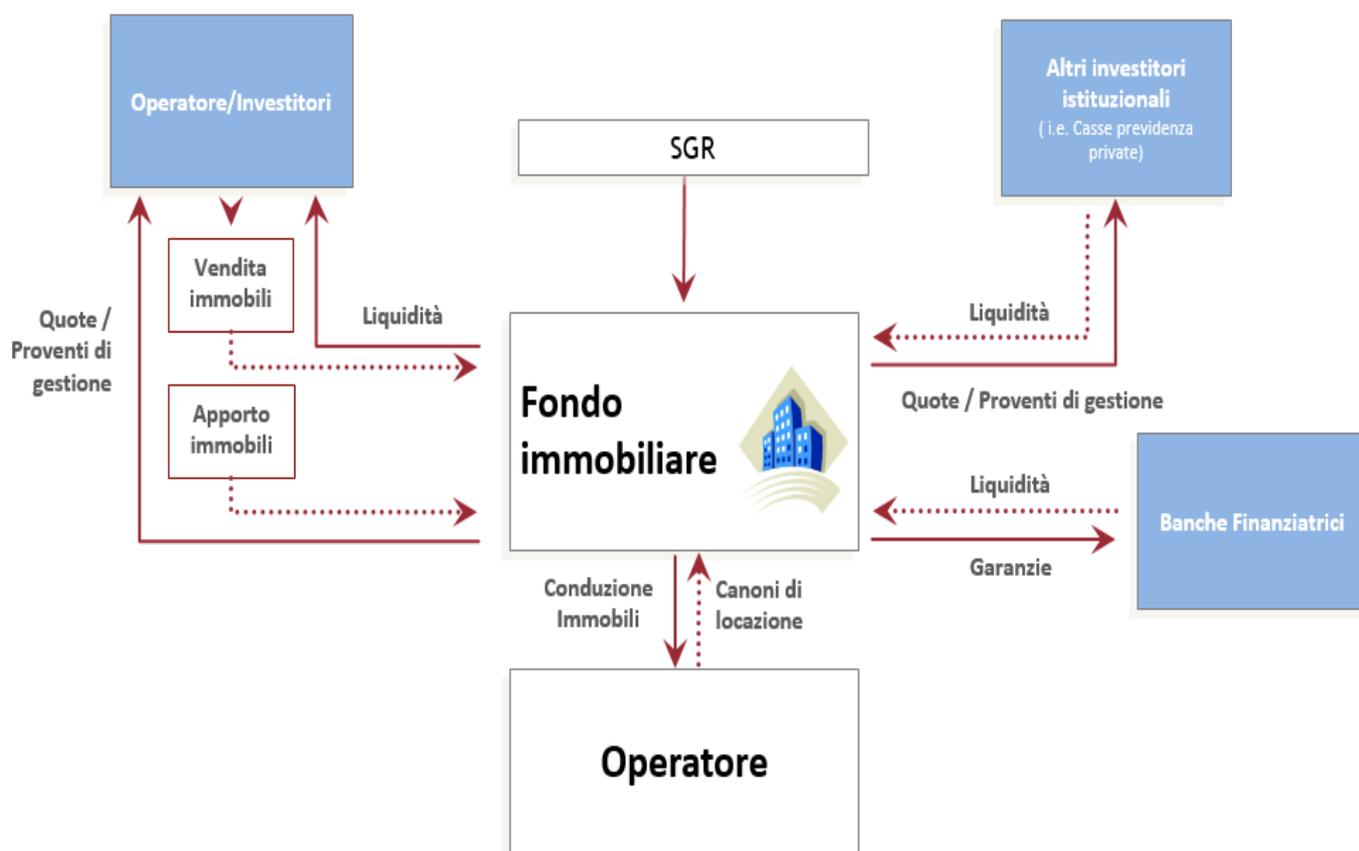
La manovra prevede la costituzione di un Fondo d'investimento Alternativo (FIA) immobiliare, istituito in forma di fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso, attuando l'operazione, già sopra citata, di *Sales and Lease Back* che porterà, nella fase iniziale, all'acquisto, da parte del fondo, degli immobili degli operatori. In questa prima fase il Fondo reperisce liquidità mediante sottoscrizioni di Investitori Istituzionali e, in via residuale, facendo ricorso ad indebitamento finanziario.

Successivamente all'acquisizione degli immobili da parte del fondo, questi verranno locati interamente presso gli operatori; al termine della vita contrattuale (termine vita del fondo) gli operatori possono riacquistare la proprietà degli immobili stessi.

Il prodotto così presentato risulta essere molto attrattivo: appeal verso gli operatori perché consente di liberare risorse finanziarie senza far perdere il possesso del bene. Il tutto è rafforzato non solo dalla possibilità degli operatori di poter riacquistare l'immobile, ma anche dalla concessione, a questi, di un diritto di prelazione⁶⁹ qualora giungano alla SGR offerte di acquisto da soggetti diversi.

⁶⁹ Nell'ordinamento italiano, la prelazione è quel diritto che attribuisce al titolare una posizione di preferenza rispetto ad altri soggetti, a parità di condizioni, ai fini della costituzione di un determinato negozio giuridico. Il diritto di prelazione può trovare il suo fondamento o nella legge (cd. prelazione legale) o nell'accordo delle parti (cd. prelazione volontaria).

E' possibile schematizzare la formula del *Sales e Lease Back* come segue:



▪ **Operatore:**

- **vende il 90%** dei beni al Fondo Immobiliare, che li acquista tramite la liquidità derivante dalle sottoscrizioni ed il ricorso alla leva.
- **apporta il restante 10%** del portafoglio, ricevendo in cambio quote del Fondo.

- **Investitori qualificati sottoscrivono quote per cassa**, al fine di acquistare il portafoglio oggetto dell'operazione; eventuali ulteriori successive sottoscrizioni potranno essere realizzate al fine di incrementare l'attivo in gestione e beneficiare quindi di ulteriori economie di scala e scopo.
- Il Fondo farà ricorso ad **indebitamento**, con un *Loan to Value* massimo del 40%, per reperire le risorse finanziarie necessarie al completamento dell'operazione, per la quota non sottoscritta con *equity*.
- Il Fondo concederà in locazione gli immobili agli stessi Operatori (operazione di *Sale and Lease Back*).
- Al termine del Fondo gli immobili saranno posti in vendita od eventualmente riacquistati dagli Operatori.

Ad ogni realtà d'impresa è connaturato l'elemento organizzativo, tanto più rilevante quanto più complessa è l'attività svolta: l'adeguata organizzazione presiede al buon funzionamento dell'azienda.

Sulla scorta di quanto previsto dalle disposizioni del codice civile e del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, "TUF"), la SGR adotta un sistema di governo societario improntato alla trasparenza delle attività gestionali poste in essere in relazione ai FIA immobiliari dalla stessa gestiti ed alla prevenzione di eventuali situazioni di potenziale conflitto di interessi, anche mediante l'adozione di appositi presidi organizzativi e procedurali.

Ai sensi dello Statuto della SGR, il Consiglio di Amministrazione è responsabile della gestione del fondo.

In seguito al conferimento degli immobili al fondo, la SGR si impegna a proporre all'Assemblea dei Partecipanti eventuali modifiche del Regolamento del Fondo, nonché tutte le ulteriori modifiche utili o necessarie per il coordinamento sistematico delle modifiche stesse, con le restanti disposizioni del Regolamento.

Successivamente all'approvazione delle modifiche da parte dell'Assemblea dei Partecipanti ed entro 60 (sessanta) giorni da tale approvazione, la SGR si impegna a deliberare tempestivamente e a sottoporre le modifiche all'approvazione della Banca d'Italia, in ottemperanza alla normativa vigente. L'eventuale mancata approvazione (in tutto o in parte) da parte della Banca d'Italia, o della banca finanziatrice, di una o più delle modifiche approvate dall'Assemblea dei Partecipanti e quindi dal Consiglio di Amministrazione della SGR, non costituirà causa di inadempimento e/o comunque di risoluzione del contratto.

L'Assemblea dei Partecipanti, costituita dai rappresentanti degli investitori, è chiamata ad esprimersi, oltre che in merito ad eventuali modifiche regolamentari proposte dal CdA della SGR, anche su:

- a. liquidazione anticipata del fondo;
- b. sostituzione della SGR;
- c. aumento del numero massimo di membri del Comitato Consultivo.

Il Comitato Consultivo è l'organo del fondo, di cui si avvale il Consiglio di amministrazione della Sgr, i quali componenti (3-5 membri) sono in possesso di comprovata esperienza immobiliare, finanziaria, fiscale, economica o giuridica connessa con l'attività del Fondo.

Il Comitato Consultivo, essendo un organo a carattere tecnico, nella sua attività di supporto al CdA, esprime pareri di carattere vincolante e non; in particolare è chiamato a esprimersi

con preventivi vincolanti su atti/transizioni in conflitto d'interesse, anche se solo potenziale. Ha l'obbligo di emettere pareri non vincolanti sull' approvazione del Business Plan a vita intera⁷⁰ (compresi gli aggiornamenti annuali rilevanti).

Gli organi di *governance* del fondo consentono agli investitori di mantenere un monitoraggio su aspetti significativi riguardanti la gestione dello stesso. Banca d'Italia e Consob supervisionano il corretto svolgimento del processo decisionale.

A regime del fondo vi è un particolare codice interno di comportamento che tutela l'interesse degli investitori e orienta l'SGR ad assicurare la tracciabilità dei suoi investimenti e l'archiviazione della documentazione. Tutela che riflette anche il carattere riservato delle informazioni: il possesso di informazioni di carattere privilegiato, o comunque, confidenziale da parte di risorse della SGR, rende indispensabile una definizione degli obblighi di riservatezza cui tali soggetti sono tenuti.

L'obiettivo è quello di prevenire la conoscenza (anche accidentale) delle informazioni da parte di soggetti diversi da coloro che abbiano “*effettiva necessità di conoscerle, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte*”.

Spostando l'analisi sul punto della gestione finanziaria, in fase di costituzione del fondo è stato siglato un contratto di finanziamento per un importo di € 26.400.000 per i primi anni con una possibilità di aumento in fase di acquisizione di nuovi immobili. In particolare, tale finanziamento prevede rimborsi a scadenza alla fine di ciascun periodo, durata relativa alla vita del fondo e il tasso previsto è l'Eurirs a 7 anni maggiorato dell'2% annuo.

Per quanto riguarda le performance del fondo e l'andamento del valore della quota si riportano alcune informazioni sintetiche.

Alla data della presente relazione di gestione, il valore complessivo netto (NAV) del fondo è fermo ad un valore di euro 41.047.000, ma in aumento negli anni successivi a seguito delle diverse fasi di acquisizione che si seguiranno.

Il Tasso Interno di Rendimento⁷¹, calcolato sulla base del valore iniziale del fondo, dei

⁷⁰ Valutazione che considera ininfluenza la ripartizione nei vari periodi del reddito generato, ciò in quanto la valutazione di convenienza deriva dal confronto tra esborso di cassa originato dall' investimento iniziale e flussi di cassa generati nel corso della sua vita utile.

⁷¹ Il Tasso Interno di Rendimento (o TIR o IRR, acronimo dall'inglese Internal Rate of Return) è un indice di redditività finanziaria di un flusso monetario. Nel caso più comune di un investimento, rappresenta il tasso composto annuale di ritorno effettivo che questo genera; in termini tecnici rappresenta il rendimento di un investimento. Matematicamente il TIR è definito come il tasso di attualizzazione i che rende il valore attuale netto di una serie di flussi di cassa pari a zero, posto ovviamente che questo tasso i esista nell'intervallo $(-1, +\infty)$ e che sia unico. Per cui, il TIR si calcola risolvendo l'equazione del VAN con i tale che il valore del VAN sia pari a zero:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} = 0$$

flussi di cassa in uscita e dei prospetti sui flussi di cassa futuri, risulta pari al 6,31%.

Si evidenziano alcuni ratio elaborati sulla base dei dati della relazione di gestione che esprimono, in modo sintetico ma significativo, la struttura patrimoniale del fondo e l'andamento economico dello stesso.

INDICATORE	DESCRIZIONE	VALORE
ROE	Risultato del periodo/NAV medio del periodo	7,4%
ROI	Risultato operativo/capitale investito netto operativo	6,0%
Livello di impiego <i>asset</i> immobiliari	Valore immobili/totale attività	100%
Valore medio beni immobili	Valore immobili/numero immobili	€ 10.000.000

Il Regolamento del Fondo illustra le modalità di distribuzione ai titolari delle quote proventi conseguiti dal Fondo.

In particolare sono considerati proventi di gestione del fondo, i proventi derivanti dalla gestione del patrimonio e determinati ai sensi del Provvedimento della Banca d'Italia (cfr. voce utile/perdita d'esercizio).

Sono considerati proventi distribuibili i proventi di gestione del fondo calcolati:

- i. al netto delle plusvalenze non realizzate nel periodo di riferimento e incrementati in misura pari alle minusvalenze non realizzate, queste ultime a condizione che il valore dei beni oggetto dell'investimento tipico, delle partecipazioni e degli altri beni detenuti dal Fondo singolarmente considerati sia eguale o superiore al costo;
- ii. aggiungendo le plusvalenze non realizzate nei semestri precedenti ma che abbiano trovato realizzazione nel semestre di riferimento (o nel minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi);
- iii. senza tenere conto delle plusvalenze o delle minusvalenze non realizzate relative agli strumenti derivati detenuti dal Fondo a fini

di copertura dei rischi, anche derivanti dall'assunzione di prestiti e dalla variazione del tasso di inflazione.

In particolare si segnala un tasso di distribuzione medio fissato mediamente intorno al 5,3%.

Un ulteriore fattore da analizzare, e che incide in maniera diretta sull'operatività del fondo, è l'*Equity Multiple*.

L'*equity multiple* è una misura della leva finanziaria. Calcolato come:

$$\text{Equity Multiple} = \frac{\text{Totale attività}}{\text{Valore contabile del patrimonio netto}}$$

Il moltiplicatore del patrimonio netto è un modo di esaminare come una società utilizza il debito per finanziare le sue attività (conosciuto anche come il rapporto di leva finanziaria o *leverage ratio*). In altre parole, questo rapporto presenta un totale attivo di una società per ogni dollaro (o euro) di patrimonio netto. Un moltiplicatore del patrimonio netto più elevato indica una maggiore leva finanziaria, il che significa che la società si basa più sul debito per finanziare le proprie attività.

Nel descrivere l'*equity multiple* è importante definire la differenza con il tasso di rendimento interno: la *ratio* di ciò è individuabile nell'usanza di riportare insieme questi due indici.

La differenza principale tra l'IRR e l'*equity multiple* è che misurano due cose diverse. L'IRR misura il tasso percentuale di guadagno su ogni dollaro (euro) investito relativo ad ogni singolo periodo dell'investimento. L'*equity multiple* misura quanto denaro un investitore potrà ottenere sulla base di previsioni relative all'investimento. La ragione per cui questi due indicatori sono spesso riportati insieme è perché si completano a vicenda: l'IRR tiene conto del valore temporale del denaro, d'altro canto il multiplo descrive l'importo totale che un investimento che restituirà.

Prima di giungere alla fase finale dell'analisi presentando i prospetti di Stato Patrimoniale, Conto Economico e dei Cash Flow, è utile analizzare i costi relativi alla gestione del fondo. Individuati con l'appellativo di oneri, questi sono differenziabili a seconda del soggetto sul quale sono a carico.

Gli oneri a carico del sottoscrittore, in relazione alla partecipazione al fondo, sono previsti dal regolamento e consistono in:

- commissioni di sottoscrizione, che sono prelevate in relazione all'ammontare delle somme investite. Possono essere espresse in cifra fissa o in percentuale della somma investita;

- diritti fissi, la cui misura va quantificata in sede regolamentare;
- rimborsi delle spese sostenute dalla SGR per le spese vive (es. imposte di bollo, emissione dei certificati..)

Le principali tipologie di oneri a carico del fondo, previsti dal regolamento di gestione, possono essere individuabili in:

- *Compenso annuo di gestione spettante alla SGR*, calcolato in misura percentuale sul valore totale delle attività del Fondo o sul suo Patrimonio Netto, quale risulta dal rendiconto della gestione, al netto delle plusvalenze non realizzate sui beni immobili e sulle partecipazioni detenute rispetto al loro valore di acquisizione;
- *Compenso annuo spettante alla Banca Depositaria*, per la sua attività di vigilanza nei confronti della SGR e dei singoli partecipanti di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento degli obblighi derivanti alla SGR dallo svolgimento della sua funzione;
- *Compenso spettante agli esperti indipendenti* per la loro attività di valutazione del patrimonio immobiliare;
- *Oneri inerenti all'acquisizione e alla dismissione delle attività del Fondo* (commissioni per consulenze e intermediazioni, commissioni di intermediazione mobiliare e relative imposte, spese notarili, spese tecniche, spese legali, spese peritali anche in fase di acquisto, etc.);
- *Oneri connessi alla quotazione delle quote* in un mercato regolamentato;
- *Spese di amministrazione, manutenzione e ristrutturazione* degli immobili del Fondo;
- *Altre Spese* (premi assicurativi, spese di pubblicazione, di revisione, oneri finanziari connessi ai prestiti assunti dal Fondo, spese legali, oneri fiscali, contributi di vigilanza);
- *Commissione di overperformance* (carried interest), è la commissione riconosciuta ai gestori di un fondo o di un'altra tipologia di investitore, sulla base della performance fatta registrare

dall'attività di investimento. Nella prassi si aggira intorno al 20% del capital gain realizzato e si applica solamente qualora venga raggiunto un livello minimo di rendimento.

La tabella che segue contiene i valori numerici relativi ai costi di gestione immobiliare e le spese di gestione del fondo. Il prospetto si basa su un orizzonte temporale di 5 anni, periodo in cui vi è maggior variabilità dei costi (anche a fronte di nuove acquisizioni di immobili) per poi stabilirsi negli anni successivi.

	2017	2018	2019	2020	2021
Costi di gestione immobiliare	(1.023.000)	(1.774.310)	(1.579.801)	(1.606.657)	(1.635.534)
IMU	0	(917.466)	(1.174.515)	(1.194.482)	(1.215.983)
Assicurazione	0	(42.503)	(52.387)	(53.278)	(54.237)
Imposta di registro	0	(28.905)	(35.446)	(36.049)	(36.692)
Property Management	0	(43.358)	(53.170)	(54.073)	(55.038)
Facility Management	0	(14.453)	(17.723)	(18.024)	(18.346)
Due Diligence	(198.000)	(102.000)	0	0	0
Agency su canoni	0	0	0	0	0
Agency vendite	0	0	0	0	0
Agenci acquisto	(825.000)	(425.000)	0	0	0
Altri costi	0	(85.006)	(104.774)	(106.555)	(108.473)
Perdite su crediti	0	(115.620)	(141.786)	(144.196)	(146.767)
Accantonamento fondo rischi	0	0	0	0	0
Spese di gestione fondo	(500.000)	(642.806)	(637.369)	(639.186)	(641.142)
SGR fee (annual)	0	(510.500)	(510.500)	(510.500)	(510.500)
Set-up costs	(500.000)	0	0	0	0
Esperto indipendente	0	(28.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)
Comitato	0	(25.565)	(26.193)	(26.639)	(27.118)
Società di revisione	0	(30.678)	(31.432)	(31.967)	(32.542)
Spese legali	0	(25.565)	(26.193)	(26.639)	(27.118)
Altre spese	0	(10.226)	(10.477)	(10.656)	(10.847)
Banca depositaria	0	(12.271)	(12.573)	(12.787)	(13.017)

A conclusione della presente analisi, è lecito presentare i documenti contabili, che mostrano la situazione patrimoniale, economica e finanziaria sulla base di prospettive future.

La presentazione si svilupperà attraverso la comparazione dei risultati dei 2 prospetti, proiettati in 4 anni diversi, con un distanza temporale di 5 anni.

STATO PATRIMONIALE	2017	2022	2027	2031
Beni immobili	67.386.000	102.792.157	106.466.212	79.158.095
Totale Beni Immobili	67.386.000	102.792.157	106.466.212	79.158.095
Credito IVA	0	0	0	0
Liquidità/banche	61.000	1.165.328	1.248.832	18.345.236
Totale Attivo	67.447.000	103.957.485	107.715.044	97.503.331
Debiti v/ banche - Mutui ipotecari	26.400.000	33.560.000	26.893.333	15.586.667
Finanziamenti	26.400.000	33.560.000	26.893.333	15.586.667
Altre passività	0	0	0	0
NAV	41.047.000	70.397.485	80.821.711	81.916.664
Totale Passivo e NAV	67.447.000	103.957.485	107.715.044	97.503.331

CONTO ECONOMICO	2017	2022	2027	2031	2032	Totale
Ricavi da locazione	0	7.482.604	8.261.400	8.412.966	3.274.560	112.095.963
Ricavi da vendite	0	0	0	35.937.630	93.386.498	129.324.128
Costo del venduto	0	0	0	(30.469.226)	(79.472.375)	(109.941.601)
Ricavi totali	0	7.482.604	8.261.400	13.881.371	17.188.683	131.478.491
Costi di gestione immobiliare	(1.023.000)	(1.668.157)	(1.841.780)	(2.314.543)	(1.966.419)	(28.172.519)
IMU	0	(1.240.302)	(1.369.394)	(1.384.427)	(611.647)	(18.597.209)
Assicurazione	0	(55.321)	(61.079)	(62.147)	(24.277)	(828.467)
Imposta di registro	0	(37.413)	(41.307)	(42.065)	(16.373)	(560.480)
Property Management	0	(56.120)	(61.960)	(63.097)	(24.559)	(840.720)
Facility Management	0	(18.707)	(20.653)	(21.032)	(8.186)	(280.240)
Due Diligence	(198.000)	0	0	0	0	(300.000)
Agency su canoni	0	0	0	0	0	0
Agency vendite	0	0	0	(449.220)	(1.167.331)	(1.616.552)
Agency acquisto	(825.000)	0	0	0	0	(1.250.000)
Altri costi	0	(110.642)	(122.158)	(124.294)	(48.554)	(1.656.933)
Perdite su crediti	0	(149.652)	(165.228)	(168.259)	(65.491)	(2.241.919)
Accantonamento fondo rischi	0	0	0	0	0	0
Spese di gestione fondo	(500.000)	(645.951)	(675.977)	(587.066)	(272.680)	(9.951.512)
SGR fee (annual)	0	(513.096)	(531.376)	(438.193)	(197.895)	(7.428.488)
Set-up costs	(500.000)	0	0	0	0	(500.000)
Esperto indipendente	0	(20.000)	(20.000)	(14.000)	(6.000)	(288.000)
Comitato	0	(27.661)	(30.540)	(33.057)	(16.859)	(425.251)
Società di revisione	0	(33.193)	(36.647)	(39.668)	(20.231)	(510.301)
Spese legali	0	(27.661)	(30.540)	(33.057)	(16.859)	(425.251)
Altre spese	0	(11.064)	(12.216)	(13.223)	(6.744)	(170.100)
Banca depositaria	0	(13.277)	(14.659)	(15.867)	(8.092)	(204.120)
EBIT	(1.523.000)	5.168.496	5.743.642	10.979.762	14.949.584	93.354.460
Oneri finanziari debito a m/l termine	(330.000)	(1.046.163)	(1.391.265)	(1.059.410)	(388.716)	(17.802.000)
Proventi/oneri finanziari a breve termine	0	0	0	0	0	0
Utile/(perdita)	(1.853.000)	4.122.333	4.352.377	9.920.352	14.560.868	75.552.460

Lo stato patrimoniale costituisce la fotografia della situazione patrimoniale del fondo ad una determinata data e fornisce uno strumento informativo di notevole utilità per controllare la dinamica dell'entità e della distribuzione delle risorse del patrimonio aziendale nel tempo. È un rendiconto di “fondo”. Nella sua formulazione più stilizzata, ossia in quella strettamente contabile e qui presentata, lo stato patrimoniale è composto da due sezioni parallele, che possiamo chiamare Attività e Passività - Patrimonio Netto.

Nella attività vengono annoverati gli enti patrimoniali costituenti voce positiva del patrimonio, che nel caso del fondo, sono rappresentati dal valore dei beni immobili. Tale valore tende a subire un aumento nei primi anni (in quanto nel 2018 avverranno ulteriori conferimenti), per poi rimanere stabile con variazioni di valore nell'ultimo anno di vita (il contratto di locazione di alcuni immobili termina nel 2031).

Nella seconda sezione sono compresi tutti gli elementi patrimoniali che originano voci negative, come debiti, mutui, ratei e risconti passivi, più il Patrimonio Netto.

I debiti sono obbligazioni a pagare somme di denaro, usualmente ad una data prestabilita, per prestazioni di beni e servizi e sono indicati sotto la voce finanziamenti. Ultima riga dello S.P è rappresentato dal NAV, ossia il Net Asset Value, che rappresenta il valore complessivo netto del patrimonio del fondo. Esso è dato dalla somma algebrica del valore di tutte le attività presenti al netto di eventuali passività; per calcolarlo è necessario conoscere la quantità e i prezzi di mercato di ciascun *asset* in cui risulta investito il patrimonio.

Se lo stato patrimoniale è considerato una fotografia, il conto economico rappresenta un elenco dei ricavi e dei costi sostenuti nell'esercizio menzionando i fatti amministrativi legati all'esercizio e illustra in che modo si è formato il reddito aziendale. È, pertanto, un rendiconto di flusso.

Così come lo stato patrimoniale, anch'esso è distinto in due sezioni: perdite e profitti (o, anche, costi e ricavi).

Nella sezione profitti sono riportati i ricavi realizzati dall'azienda durante l'esercizio amministrativo: vendite dei prodotti, rimanenze finali, proventi finanziari, sopravvenienze attive, plusvalenze, e minusvalenze, ricavi e costi di attività extra-caratteristiche. Nel caso in analisi, i ricavi provengono dalla locazione, ma la formula del *Sale e Lease Back* permette a fine anno l'acquisto da parte dell'operatore: in particolare nel 2031 e 2032 il riacquisto di immobili darà la possibilità di ottenere una plusvalenza tra i ricavi da vendite e costo del venduto.

La sezione perdite riporta le spese affrontate nell'ambito dell'esercizio. Essendo la gestione, caratteristica indivisibile dall'attività della SGR, i costi sono tutti riferibili all'attività di

gestione immobiliare (IMU, assicurazione, imposte di registro, accantonamenti fondo rischio) e all'attività di gestione del fondo dove, in particolare, la maggioranza dei costi sono riferibili agli oneri derivanti da compensi per l'attività di gestione stessa (Sgr) o alla banca depositante o riferibili all'attività di esperti indipendenti.

Traguardo della presente descrizione e individuare l'utile o perdita derivante dalla gestione.

E' possibile immediatamente notare come il primo anno è caratterizzato da soli costi, ma proiettato nel 2018, il fondo da subito segnali di grandi utili con overperformance del 68% non appena risulta essere a pieno regime; overperformance che si proietta in modo costante negli anni successivi per poi ritornare a livelli alti negli ultimi anni di vita del fondo con differenze positive di utili di oltre € 4 Mln tra il 2031 e 2032.

CONCLUSIONI

La presente analisi è stata articolata basandosi sull'idea di base che *investire in un fondo Retail, è una forma molto più remunerativa rispetto ad altre forme d'investimento*, a giustificazione di un *cap rate* maggiore o pari del 5%.

Il caso pratico è il mezzo attraverso il quale la tesi è stata portata avanti, presentando un'analisi economica finanziaria del Fondo Alfa.

Quello che ci si chiede ora è individuare la convenienza e l'economicità dell'investimento.

La risposta a questa domanda risiede nell'analisi conclusiva del rendiconto finanziario (cash flow), ossia individuare *la capacità di generare liquidità*.

Per flusso di cassa (cash flow) viene intesa la variazione subita dalla liquidità di un'impresa per effetto della gestione, limitatamente a un periodo di tempo determinato.

Il cash flow è ottenuto come differenza tra l'insieme delle entrate monetarie e l'insieme delle uscite monetarie relative alla gestione per ciascun periodo.

In altri termini, il flusso di cassa complessivo della gestione per un periodo si può ricavare sottraendo alla liquidità di fine periodo quella di inizio periodo.

In formula:

$$\text{Liquidità Finale} = \text{Liquidità iniziale} + \text{Flusso di cassa del periodo}$$

dove

$$\text{Flusso di cassa del periodo} = \text{Liquidità finale} - \text{Liquidità iniziale} = \Delta \text{Liquidità}$$

Il passaggio dal reddito d'esercizio (flusso economico complessivo) al flusso di risorse finanziarie, generato dalla gestione reddituale, implica modalità di calcolo basate sulla distinzione tra componenti di reddito monetari e componenti di reddito non monetari.

In particolare sono considerate componenti di reddito monetario tutte quelle voci rappresentative di costi e ricavi misurati da variazioni di liquidità nei debiti o crediti a breve scadenza; analogamente, le componenti non monetarie sono quei costi e ricavi che non danno luogo a variazioni finanziarie nelle disponibilità liquide o nei crediti e debiti a breve.

Si riportano i dati significativi ai flussi di cassa del Fondo Alfa (viene seguita la stessa modalità di presentazione del S.P e C.E):

Cash Flow	2017	2022	2027	2031	2032	Totale
Entrate da canoni di locazione	0	7.482.604	8.261.400	8.412.966	3.274.560	112.095.963
Entrate da vendite	0	0	0	35.937.630	93.386.498	129.324.128
Cash flow operativo	0	7.482.604	8.261.400	44.350.596	96.661.058	241.420.091
Investimenti	(66.000.000)	0	0	0	0	(100.000.000)
Capex e costi all'acquisto	(1.386.000)	(692.157)	(764.198)	(775.583)	(314.280)	(9.941.601)
RE cash out operativo	(1.023.000)	(1.668.157)	(1.841.780)	(2.314.543)	(1.966.419)	(28.172.519)
IMU	0	(1.240.302)	(1.369.394)	(1.384.427)	(611.647)	(18.597.209)
Assicurazione	0	(55.321)	(61.079)	(62.147)	(24.277)	(828.467)
Imposta di registro	0	(37.413)	(41.307)	(42.065)	(16.373)	(560.480)
Property Management	0	(56.120)	(61.960)	(63.097)	(24.559)	(840.720)
Facility Management	0	(18.707)	(20.653)	(21.032)	(8.186)	(280.240)
Due Diligence	(198.000)	0	0	0	0	(300.000)
Agency su canoni	0	0	0	0	0	0
Agency vendite	0	0	0	(449.220)	(1.167.331)	(1.616.552)
Agenci acquisto	(825.000)	0	0	0	0	(1.250.000)
Altri costi	0	(110.642)	(122.158)	(124.294)	(48.554)	(1.656.933)
Perdite su crediti	0	(149.652)	(165.228)	(168.259)	(65.491)	(2.241.919)
Fund costs cash out	(500.000)	(645.951)	(675.977)	(587.066)	(272.680)	(9.951.512)
SGR fee (annual)	0	(513.096)	(531.376)	(438.193)	(197.895)	(7.428.488)
Set-up costs	(500.000)	0	0	0	0	(500.000)
Esperto indipendente	0	(20.000)	(20.000)	(14.000)	(6.000)	(288.000)
Comitato	0	(27.661)	(30.540)	(33.057)	(16.859)	(425.251)
Società di revisione	0	(33.193)	(36.647)	(39.668)	(20.231)	(510.301)
Spese legali	0	(27.661)	(30.540)	(33.057)	(16.859)	(425.251)
Altre spese	0	(11.064)	(12.216)	(13.223)	(6.744)	(170.100)
Banca depositaria	0	(13.277)	(14.659)	(15.867)	(8.092)	(204.120)
Total operative cash out	(68.909.000)	(3.006.265)	(3.281.955)	(3.677.192)	(2.553.379)	(148.065.631)
Operative CF bfr debt	(68.909.000)	4.476.339	4.979.445	40.673.404	94.107.678	93.354.460
Accensione debito	26.400.000	0	0	0	0	40.000.000
Rimborso debito	0	(1.333.333)	(1.333.333)	(7.306.667)	(15.586.667)	(40.000.000)
Oneri finanziari debito a m/l termine	(330.000)	(1.046.163)	(1.391.265)	(1.059.410)	(388.716)	(17.802.000)
Operative FCF	(42.839.000)	2.096.843	2.254.846	32.307.328	78.132.295	75.552.460
						0
Equity	42.900.000	0	0	0	0	64.100.000
Dividendi	0	(2.368.332)	(2.169.015)	(15.474.813)	(32.377.532)	(75.552.460)
Rimborso equity	0	0	0	0	(64.100.000)	(64.100.000)
Free cash flow	61.000	(271.489)	85.831	16.832.515	(18.345.236)	0

L'analisi dei cash flow ricopre tutti i 15 anni di durata del fondo, e mostra come questo, nella sua funzione di essere gestito, generi molta liquidità anche a fronte di periodi con flussi di cassa negativo.

Da notare in particolare come il totale dei flussi di cassa dia un valore pari a zero: nella sua operatività il fondo, come già sottolineato, fa ricorso all'indebitamento, quindi è importante attuare un piano adeguato per riequilibrare la situazione finanziaria. La

soluzione va ricercata nella capacità di ricomposizione del passivo, riducendo l'incidenza del debito ed incrementando il livello di capitalizzazione.

Tale indice rappresenta il traguardo della nostra analisi, individuabile come tasso che determina "l'appeal di un investimento".

Il tasso di capitalizzazione o anche *cap rate*, è la grandezza che lega il valore di un asset al flusso reddituale del periodo in esame. Definendolo come "il tasso di rendimento per una proprietà immobiliare che riflette la relazione tra le attese del reddito operativo netto di un singolo anno e il prezzo o valore totale della proprietà"⁷², in ambito immobiliare è probabilmente il metodo principe di valutazione.

Il *cap rate*, in formula è rappresentato come:

$$\text{Capitalization Rate} = \frac{\text{annual net operating income}}{\text{current market value}}$$

Nell'implementazione di tale rapporto nella nostra analisi, vediamo come i dati sulle prospettive future dei flussi di cassa restituiscono un net cap rate medio pari al 6%.

A fronte di questo risultato viene così verificata l'ipotesi di partenza che ha mosso tale analisi, centrando appieno l'obiettivo.

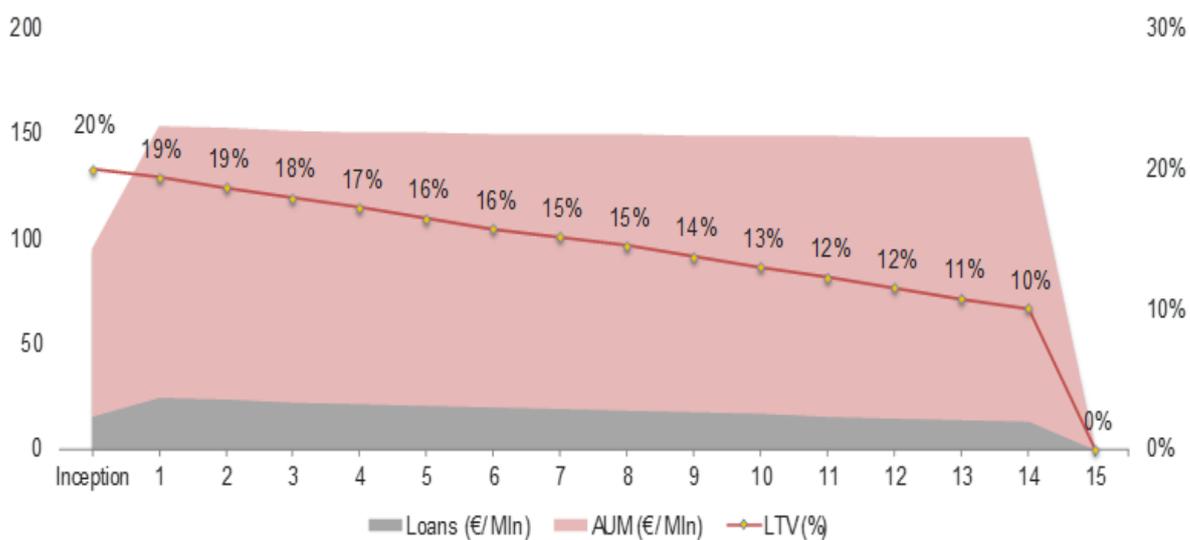
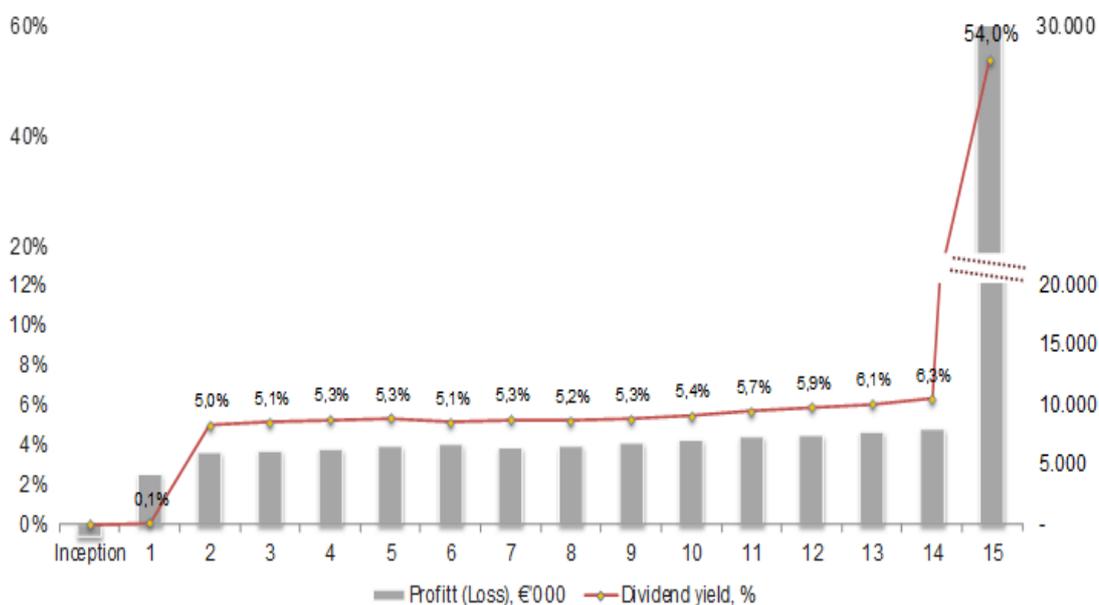
La locuzione del retail come *best asset class*, era stata già presentata nel secondo capitolo⁷³, ma l'utilizzo di dati analitici completano, a livello qualitativo, l'analisi dimostrando come nonostante gli alti costi iniziali (quali l'importo dell'investimento immobiliare o il ricorso ad un mutuo che potrebbe far calare drasticamente i rendimenti dell'investimento), e nonostante il rischio che può rappresentare l'illiquidità del bene (in caso di vendita potrebbe essere necessario attendere dei mesi prima di ottenere la somma desiderata), investire nel Retail Real Estate è una forma d'impiego che può dare risultati remunerativi molto più alti di altre forme d'impiego.

Attenzione però. Il mattone non è necessariamente più sicuro di altre alternative d'investimento. Il rischio è pur sempre presente; basta saperlo vedere.

⁷² Definizione tratta dall' Appraisal Institute (2002)

⁷³ Vedi paragrafo 2.5.2

Di seguito sono riportati gli aspetti significativi dell'analisi nella sua fase finale.



Proiezione dei profitti con crescita del dividend yield

Piano di indebitamento con azzeramento del Loan to Value al termine della vita utile

Fund's Targets

Equity, €Mln	64,1
Dividends, €Mln	75,6
Cash to equity, €Mln	139,7
CPI (avg 0-15y)	1,9%
Gross Cap rate (avg 3-14y)	7,8%
Net Cap rate (avg 3-14y)	6,0%
LTV (avg 3-14y)	29%
LTV max	38%
ROI (avg 3-14y)	6,0%
ROE (avg 3-14y)	7,4%
Dividend Yield (avg 3-14y)	5,3%
Cash to equity % (avg 3-14y)	5,3%
Equity multiple	2,2x
IRR	6,3%

N.B. Assunzioni alla base della scelta di utilizzo del criterio finanziario e del *cap rate* come metodo e indice per raggiungere l'obiettivo.

Il Criterio finanziario:

- si basa sulla relazione tra i redditi generati dall'immobile e il suo valore;
- tiene in considerazione l'evoluzione dei canoni di locazione e degli oneri legati alla proprietà;
- focalizza l'attenzione anche sul tasso di crescita dei diversi elementi che determinano i flussi di cassa;
- esplicita, in modo chiaro, l'ammontare e la distribuzione delle spese operative (manutenzione, assicurazione, etc.);

Il Cap Rate:

- è un rapporto che misura, la percentuale di NOI rispetto al valore di mercato attuale;
- è direttamente proporzionale al NOI: se il NOI aumenta mentre il valore di mercato non aumenta, il tasso di capitalizzazione aumenta. Al contrario, il tasso di capitalizzazione diminuirà;
- affinché un investimento immobiliare rimanga redditizio, il NOI deve aumentare allo stesso tasso di aumento del valore della proprietà, o ad un tasso ancora maggiore;
- il tasso di capitalizzazione è utile perché può essere utilizzato per tenere traccia di un investimento immobiliare nel tempo per vedere se la sua performance sta migliorando.

BIBLIOGRAFIA

- AC Group, 2014, “*Il fondo comune d’investimento. Patrimonio separato e soggettività*”
- Alberini C., 2011, “*Urbanistica e Real Estate. Il ruolo della finanza nei processi di trasformazione urbana*”, Franco Angeli
- Alessandra Paolini, 2012, “*Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*”
- Angela Goodings, 2015, “*The future of shopping center, European Mall development and asset management in a changed world*. Retrieved from www.retailpropertyanalyst.com
- Armando Borghi, 2009, “*Finanza immobiliare: il mercato, la valutazione, gli strumenti e le tecniche di finanziamento*”, Milano, Egea
- Barbara Pisani, Stefano Bellintani, 2002, “*Il mercato immobiliare e del facility management in Italia: prospettive e potenzialità di sviluppo nel settore della grande distribuzione organizzata*”, Milano, Libreria CLUP
- Cacciamani, 2007, “*Real Estate: Economia, diritto e finanza immobiliare*” Ed. Egea
- Cacciamani, 2008, “*Gli investimenti immobiliari*”, Ed. Egea
- Cacciamani, 2008, “*Real Estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare*”, Egea
- Cacciamani, 2012, “*I fondi immobiliari ad apporto specializzati*”, Ed. Egea
- Casertano G., 2011, “*Finanza Real Estate. Il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento*”, CEDAM
- Chapel Hill, 2014, “*Real Estate 2020 Building the Future*”, UNC Campus. Retrieved from www.pwc.com
- Claudia Maria Ardita, Elisa Gazzetta, 2010, “*Sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento: nota a sentenza n. 16605 Cass. civ. Sez. I, Sent., 15-07-2010*”. Milano, Rivista di Diritto Bancario e Finanziario
- Claudio Solustri, 1997, “*Gestione e manutenzione dei patrimoni immobiliari*”, Roma, La Nuova Italia Scientifica
- Curatolo M., Palladino L., 2006, “*La valutazione immobiliare. Metodo classico e metodo Statistico*”, Ed. Il Sole 24 Ore
- De Marco, G. Bambagioni, M. Simonotti, 2011, “*Codice delle valutazioni Immobiliari, Italian Property Valuation Standard*” Ed. Tecnoborsa

- Degennaro E., 2008, *“La finanziarizzazione del mercato immobiliare”*, Cacucci
- Degennaro E., 2009, *“L’economia delle aziende immobiliari nelle attuali turbolenze sistemiche”*, Cacucci
- Del Giudice V., D’Amato M., 2008, *“Principi metodologici per la costruzione di indici dei prezzi del mercato immobiliare”*, Maggioli Editore
- Delli Santi R., Mantella S., 2009, *“Capital Market e Real Estate”*, Egea
- Denise DiPasquale, William C. Wheaton, 1992, *“The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework”* Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association.
- DiPasquale D., Wheaton W.C. , 1995, *“Urban Economics and Real Estate Markets”*, Prentice Hall
- Edoardo Mollica ,2007, *“Sistemi economici locali e mercati immobiliari: la misura degli effetti originati da interventi di trasformazione urbana”*, Roma, Gangemi Editore
- Eri Mitsostergiou, Lydia Brissy, Alice Marwick, Tom Whittington, 2015, *“what lies ahead for shopping streets & malls?”* , Savills World Research, Europe
- F Cappio, V. Felling, F. Vedana, 2006, *“I fondi immobiliari: disciplina civilistica e trattamento fiscale, mercato e nuovi strumenti”* Ed. Egea
- F. Merola, 2004, *“I fondi immobiliari: uno strumento tra finanza e mattone: caratteristiche dell’investimento e tipologie di prodotto”*, Ed. Il Sole 24 Ore;
- F. Paglia, 2005, *“Stima e rating immobiliare”*, Roma, EPC Libri
- F. Prizzon, 1995, *“Gli investimenti immobiliari”*, Torino, CELID
- Ferrero, 1996, *“La valutazione immobiliare: Principi e metodologie applicative.”*, Milano, Ed. Egea
- Flavio Paglia, 2007 ,*“Asset e property management: per la programmazione, valorizzazione e gestione dei patrimoni immobiliari pubblici e privati”*, Napoli: Esselibri
- François Des Rosiers, Marius Thériault, Catherine Lavoie, 2008, *“Retail concentration and shopping center rents – a comparison of two cities”*, journal of real estate research
- G. Moro Visconti, R. Moro Visconti, V. Dossena, 2011, *“La valutazione degli immobili”*, Maggioli Editore
- G. Morri, *“Fondi comuni di investimento immobiliare”* Italia, SDA Bocconi
- G. Morri, 2005, *“Rischio e rendimento immobiliare: evidenza nel mercato italiano”*, in *“Rivista del Consulente Tecnico”*, n°1, Maggioli Editore
- G. Morri, 2007, *“Introduzione alla valutazione immobiliare”*, SDA Bocconi

- Gaeta L., 2006, *“Il seme di Locke. Interpretazioni del mercato immobiliare”*, Franco Angeli
- Gaeta L., 2009, *“Il mercato immobiliare. Beni, diritti, valori”*. Carocci
- Geltner, Miller, 2007, *“Commercial Real Estate - Analysis and Investments”*, Thomson
- Giovanni Azzone, Umberto Bertelè, 1998, *“Valutare l’innovazione: analisi e controllo degli investimenti”*, Milano, Etas – RCS Libri
- Giovanni Azzone, Umberto Bertelè, Giuliano Noci, 1997, *“L’ambiente come vantaggio competitivo. Un’opportunità per le imprese”*, Milano, Etas – RCS Libri
- Giuliana Garagiola, Giuseppe Mussolin (tradotto da), 2014, *“standard di valutazione europea”*
- John D. Benjamin, 1996, *“Megatrends in Retail Real Estate”*, London, Kruwer Academic Publisher
- Jowsey E., 2011, *“Real Estate Economics”*, Palgrave MacMillan
- Mario Bessone, 2002, *“Società di gestione del risparmio. Il regime normativo della Sgr e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva”*. Rivista di diritto bancario
- Mario Conti, 2010, *“Strategie e Tecniche della Valorizzazione Immobiliare”* (Tesi di Laurea Specialistica, Facoltà di Architettura e Società).
- Mark Eppli, 1998, *“Value Allocation in Regional Shopping Centers”*, Finance Faculty Research and Publications
- Martin Hoesli, Giacomo Morri, 2010, *“Investimento immobiliare: mercato, valutazione, rischio e portafogli”*, Milano, Hoepli
- Morena M., 2007, *“Finanza e costruzioni. Il nuovo mercato immobiliare: dall’investimento alla gestione della redditività”*, Aracne
- Nomisma Società di Studi Economici S.p.a., 2010, *“Il mercato della locazione in Italia”*, Bologna
- O. Tronconi, M. Plazzotta, A. Ciaramella, M. Marchetti, 2000, *“I sistemi di misurazione immobiliare”*, Milano, Il Sole 24 Ore
- Oliviero Tronconi, 2007, *“Metodi e strumenti del property management: redditività immobiliare, processi di valorizzazione, supporto strategico all’investimento”*, Milano: Il sole 24 ore
- Oliviero Tronconi, Andrea Ciaramella, Barbara Pisani, 2007, *“La gestione di edifici e di patrimoni immobiliari : asset, property e facility management, analisi, modelli operativi ed esperienze a confronto”*, Milano, Il Sole 24 Ore

- Oliviero Tronconi, dottorato di ricerca Barbara Pisani, 2007, *“La valorizzazione strategica di edifici/patrimoni immobiliari: la pianificazione e la gestione delle variabili economiche-finanziarie e tecniche nei processi di acquisizione, gestione e dismissione di assets immobiliari”*, relatore, Milano, Politecnico di Milano
- Oliviero Tronconi, Liala Baiardi, 2010, *“Valutazione, valorizzazione e sviluppo immobiliare”*, Santarcangelo di Romagna (RN), Maggioli Editore
- Oliviero Tronconi, Stefano Bellintani, 2006, *“Valutazione e valorizzazione immobiliare: esperienze, metodiche e casi studio”*, Milano : Il sole 24 ore
- Paola Dezza, 2016, *“Uffici punto di forza dell’immobiliare italiano nel 2016”*, Il Sole 24 Ore. Retrieved from http://www.ilsole24ore.com/art/casa/2016-01-07/uffici-punto-forza-dell-immobiliare-italiano-2016-150014.shtml?refresh_ce=1
- Paola Gianasso, Gottardo Casadei, Roberta Gabucci, Francesca Spanò, 2016, *“I Fondi Immobiliari In Italia E All'estero”*. Retrieved from www.scenari-immobiliari.eu e www.real-value.it
- Porzio, G. Sampagnaro, 2007, *“L’investimento immobiliare - Valutazione, Rendimenti, Asset Allocation”*, Bancaria Editrice
- R. Glenn Hubbard, 2010, *“The Mutual Fund Industry: Competition and Investor Welfare”*
- Richard Marston, Hoboken, NJ, Wiley & Sons Ltd, 2011, *“Portfolio design. A Modern Approach to Asset Allocation”*
- Riva A., 2009, *“Manuale del Real Estate. Strategie di progetto. Aspetti economici, giuridici, tecnici e progettuali”*. Aracne
- Robert Kiyosaki, 2009, *“the real book of real experts. Real stories. Real life”*, Vanguard Press
- Salvatore Coddetta, 2009 *“Strategie di acquisizione e vendita immobiliare”*, Milano, Franco Angeli
- Santagati F., 2010, *“Valutare un immobile. Trattazione teorica e pratica di valutazione immobiliare e convenienza di un progetto”*, Boopen
- Spada P., 2002, *“Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito”*, Rivista Diritti Civile
- Sergio Mattia, 2010, *“Caratteri dei beni immobili e scelte di investimento”*, professore del corso di Valutazione Economica dei Progetti, Politecnico di Milano
- Toni Marcelli, 2010, *“I fondi immobiliari italiani retail: indagine conoscitiva sui modelli di valutazione utilizzati dagli esperti indipendenti”*
- Urban Land Institute, 2009, *“Emerging trends in Real Estate Europe”*

- W.B. Bruggeman, J.D. Fisher, 2005, *“Real Estate Finance and Investment”*, Singapore, McGraw Hill International Edition
- Wiley Finance, Hoboken, 2005, *“The Real Estate Investment Handbook”*; New Jersey, Fabozzi Series
- “Commercial real estate investing. A better way to invest in real estate.”* 2013, RealCrowd, Inc. Retrieved from www.realcrowd.com
- “Commercial real estate investing, introduction to commercial real estate investing”*, 2014, RealCrowd, Inc. Retrieved from www.realcrowd.com
- “Focus sull’industria dei fondi immobiliari retail”*, Banca d’Italia
- “I Fondi Comuni di Investimento tra soggetto e oggetto di diritto”*, 2017, Financial Community Hub
- “Il mercato immobiliare nel 2016”*, Lo scenario macroeconomico. Retrieved from <http://www.ideaefimit.it/static/upload/mer/mercato-2016.pdf>
- “Rapporto immobiliare 2017: Immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva”*, 2017. Retrieved from http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Documentazione/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+non+residenziali/2017+non+residenziale/RI_2017_NonRes_25052017.pdf
- “Società di investimento immobiliare quotate. Aspetti fiscali, economici e organizzativi. Un’opportunità per il mercato”*, 2007, Ed. Il Sole 24 Ore
- “Standard europei di valutazione immobiliare”*, 2008, Franco Angeli
- “Taking the retail alts plunge? Considerations before launching a retail alternative investment fund”*, 2016, KPMG. Retrieved from www.kpmg.com
- “Understanding the Commercial Real Estate Investment Ecosystem An Early Warning System Prototype”*, 2016, World Economic Forum. Retrieved from www.weforum.org

RIASSUNTO

IL RETAIL REAL ESTATE: IL FONDO IMMOBILIARE COME DRIVER D'INVESTIMENTO

1. LA STRUTTURA DEL MERCATO IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare rappresenta il luogo fisico o virtuale, in cui si producono e si scambiano valori immobiliari – cioè beni immobili, servizi relativi o titoli rappresentativi di una quota di un patrimonio immobiliare – e dove si definisce il prezzo o valore di mercato del bene, avvenuto l'incontro tra la domanda e l'offerta di mercato.

La prima caratteristica che distingue i beni immobili come appartenenti ad un mercato specifico, è quella di essere al contempo beni di consumo e beni d'investimento. Oltre a rappresentare il luogo in cui dimorare o lavorare, un immobile può anche essere acquistato o posseduto o costruito, con lo scopo di essere poi rivenduto. Questa operazione finalizzata alla vendita, assegna al proprietario - investitore un guadagno in conto capitale (*capital gain*) dato dalla differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita; d'altra parte l'investitore può anche acquistare un immobile con lo scopo di trarne una rendita da locazione. Come elemento costituente il patrimonio di un agente economico, la rivalutazione di un immobile in un tempo successivo, può incrementare la ricchezza dell'agente apprezzando proporzionalmente il valore di mercato del proprio patrimonio.

Il modello economico base, per descrivere il mercato immobiliare, parte dal duplice carattere dei beni immobili: ossia di essere beni di consumo e beni di investimento.

Il modello esegue una distinzione del mercato immobiliare in quattro differenti mercati: il mercato dello spazio/*property market* (in cui gli immobili sono considerati nella loro capacità di produrre utilità), il mercato degli investimenti/*asset market* (in cui gli immobili sono considerati nella loro capacità di produrre reddito), lo sviluppo immobiliare/*development* (il mercato primario in cui si stabilisce l'offerta) e la negoziazione immobiliare/*stock adjustment* (il mercato secondario in cui si effettuano gli scambi).

Ogni aspetto è studiato in un quadrante nel quale vengono definiti le variabili, i parametri e le funzioni.

Il primo quadrante del modello analizza il mercato dello spazio, *property market*, relativo al possesso del bene, preconditione del suo utilizzo. Un immobile può essere utilizzato

dagli individui per un uso personale (casa in cui risiedere), o può essere altrimenti adattato a fattore produttivo (uno stabilimento, un ufficio). L'incontro di domanda e offerta determina il prezzo dello spazio, cioè il canone di locazione corrisposto dai *tenants* e percepito dagli *owners*.

Nel mercato degli investimenti, l'*asset market*, si determina il valore dell'*asset* immobiliare. Attori in questo mercato sono gli investitori, privati ed istituzionali, che effettuano scelte d'investimento rivolte ai beni immobiliari: pertanto, il punto d'interesse è il valore dell'immobile oggetto di scelta. L'utilizzo del metodo di valutazione basato sull'attualizzazione dei redditi prospettici è il *theoretical core* della finanziarizzazione del mercato immobiliare. È un modo di guardare al valore economico di un bene immobile che ne guida l'assimilazione economica ad altri beni, di natura finanziaria, e apre la strada ad un'estensione anche istituzionale del mercato.

Il settore dello sviluppo immobiliare vede protagonisti gli operatori del *real estate*, impegnati nella produzione di nuovi immobili o nella ristrutturazione/riqualificazione degli esistenti. Sono definiti *developers* le aziende che acquisiscono il terreno o la proprietà dell'immobile e portano a compimento la realizzazione di un nuovo immobile o la ristrutturazione di un immobile già esistente. Al fine di inquadrare il settore dello sviluppo immobiliare, bisogna ricercare le basi logiche, con le quali si realizzano nuovi immobili o ristrutturazioni: i *developers* intraprendono nuovi progetti di sviluppo soltanto quando il costo complessivo di realizzazione è inferiore al valore di beni con caratteristiche simili, dai quali si può stimare il valore di mercato.

L'ultimo quadrante del modello passa dal mercato primario dello sviluppo, al mercato secondario della negoziazione di immobili esistenti. In questo settore si determina lo *stock* di immobili presenti in un dato momento: l'offerta del mercato immobiliare.

Avviene così la chiusura del modello: la variabile dipendente nell'ultimo quadrante diventa la variabile indipendente nel primo. Nel quadrante 1 domanda e offerta di mercato determinano il prezzo per l'utilizzo dello spazio, il *rent*. Assieme al *cap rate*, variabile esogena del modello, il *rent* definisce nel quadrante 2 il valore dell'*asset* immobiliare. Tale valore, comparato con i costi di costruzione, è a fondamento delle valutazioni di investimento in nuovi progetti di sviluppo. I nuovi immobili sviluppati scontati per il tasso di svalutazione determinano la nuova offerta di immobili che avvia un nuovo ciclo del mercato riposizionando la curva nel quadrante del *property market*.

I beni immobiliari sono considerati mezzi di produzione e di consumo, nonché beni di investimento e quindi figurano come un'ampia porzione della ricchezza complessiva. Per il normale svolgimento di queste attività è fondamentale conoscere il valore delle proprietà

immobiliari, ma anche qual è la destinazione dell'immobile oggetto di valutazione. In merito a ciò è possibile possiamo individuare diversi sub-mercati nel settore immobiliare:

- *terreni e aree non edificate;*
- *residenziale;*
- *terziario;*
- *logistico;*
- *ricettivo;*
- *commerciale.*

I concetti primitivi della valutazione sono tre: prezzo, costo e valore. Il costo si riferisce all'ammontare di capitale impiegato per la produzione del bene. Il prezzo è la misura monetaria del valore da cui, al netto del costo, dipende l'utile dell'investimento e dunque indica, in linea di massima, l'incentivo dell'investitore a offrire il bene per uno scambio sul mercato. Tra i tre concetti, il termine chiave è il valore: il processo di valutazione deve portare il valuer alla formulazione di un importo che esprima il valore del bene immobiliare. Tale importo dovrebbe rappresentare il prezzo al quale il bene può essere scambiato sul mercato. In questo senso, il valore oggetto del processo di valutazione è il valore di mercato.

Insieme al concetto di valore di mercato, esistono altre accezioni di valore che si discostano, in parte, dal concetto di valore di mercato:

- I. **Highest and best use value:** il più proficuo uso di un immobile a seconda delle sue caratteristiche fisiche;
- II. **Existing use value:** la stima dell'ammontare cui un immobile dovrebbe essere scambiato alla data della valutazione basata sul mantenimento della destinazione d'uso attuale ma assumendo che l'immobile non sia occupato, nell'ambito di una transazione tra soggetti ben informati, non vincolati da particolari rapporti ed entrambi in grado di assumere decisioni con eguale capacità e senza alcuna costrizione;
- III. **Value in use:** valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi generati dall'utilizzo continuativo del bene immobile;
- IV. **Fair value:** in genere usato come sinonimo di valore di mercato, è un concetto contabile, adottato nella valutazione di molte categorie di asset dai principi contabili internazionali;
- V. **Development Replacement Cost:** basa sul concetto economico di costo, il processo di valutazione. Il costo in questo contesto di valutazione è l'ammontare di risorse impiegato per produrre il bene immobiliare;

- VI. **Market Comparison Approach:** si fonda sul principio per cui il valore di un immobile dipende fundamentalmente dal valore di immobili simili;
- VII. **Income Generated Analysis** (metodo della capitalizzazione diretta): prende in considerazione il reddito da locazione prodotto da un immobile in un anno;
- VIII. Il **Discounted Income Flow Analysis:** considera il flusso di reddito come unità nel calcolo. Il valore è dato dai flussi di reddito R per tutte le scadenze t , attualizzate ad un fattore di sconto di cui r rappresenta il tasso. Il Valore Residuo di Cessione (VRC) è il prezzo a cui si presume di vendere l'immobile al tempo n , cioè alla fine dell'holding period.

2. ASSET CLASS RETAIL NEL REAL ESTATE

Il termine *retail property* (detto anche *retail real estate*) si riferisce a edifici o terreni destinati a generare un profitto derivante sia da plusvalenza o redditi da locazione: proprietà utilizzate per creare denaro. Dall' affitto di spazi per il mercato, alla costruzione di un edificio, gli immobili commerciali comprendono edifici per uffici, proprietà industriali, centri medici, alberghi, centri commerciali, negozi, edifici residenziali multifamiliari, magazzini e garage.

Gli elementi alla base dell'investimento sono i flussi in entrata, in uscita, tempistica dei flussi finanziari, e il rischio: la capacità di analizzare questi elementi è la chiave nella fornitura di servizi per gli investitori.

I flussi in entrata e in uscita sono il denaro che viene immesso, o ricevuti dalla proprietà compreso il costo originario di acquisto e dei ricavi di vendita, per tutta la durata dell'investimento. Un esempio di questo tipo è un **fondo immobiliare**.

La temporizzazione dei flussi in entrata ed in uscita è una delle componenti più importanti da conoscere così da prevedere i periodi di flussi positivi e negativi.

Il rischio dipendente dalle condizioni di mercato, dai locatari attuali e la probabilità che essi rinnovino i contratti di anno in anno: è molto importante essere in grado di predire la probabilità che i flussi in entrata e in uscita saranno nelle quantità previste, la probabilità che la temporizzazione sia come previsto e anche la probabilità che si presentino flussi di cassa inaspettati e in che quantità.

Investire nel *retail real estate* vuol dire "catturarne" i principali vantaggi, ma è necessario essere consapevoli anche dei rischi ad esso connessi.

La vendita al dettaglio può essere un business difficile. Il settore *retail* è molto sensibile allo stato dell'economia. Se l'economia è indebolita, il settore *retail* soffre e le imprese possono fallire. Come investitore, è necessario essere preparati all'eventualità di periodi di posti vacanti durante le recessioni economiche; potrebbe anche essere necessario offrire incentivi o affitti ridotti per attirare inquilini in tempi difficili.

E' fondamentale ottenere informazioni sui locatari prima di firmare un contratto: quanto sicuro è il loro business e qual è la loro probabilità di default, sono *key points* da considerare.

Elevati costi d' investimento. Uno dei principali ostacoli per una molteplicità di investitori risiede nella richiesta da parte delle banche di almeno il 30% di deposito con un impiego di tassi d' interesse più elevati.

Cambiamento dei modelli di consumo e dati demografici. La posizione è critica nelle *retail property*. Facile accessibilità (parcheggio, trasporti pubblici), traffico pedonale e tipo di business devono soddisfare la demografia della zona: se una di queste componenti cambiano, un'impresa può perdere rapidamente il business.

L'ecosistema degli investimenti *retail* è caratterizzato dalla presenza di una varietà di investitori di debito/*equity* e di *asset* amministrati da Società di Investimenti e Gestori Professionali, i quali pongono la loro primaria attenzione ai redditi, alle commissioni, all'apprezzamento del capitale e la sua conservazione.

Con diverse (e spesso competitive) strategie, i *player* di mercato usano diversi indicatori chiave di performance per misurare i risultati e diverse metriche operative per gestire quotidianamente le decisioni strategiche. In quest' ottica, i *cap rates* sono considerati una misura universale utilizzata in una varietà di mercati.

Studiare il *decision-making* comportamentale è fondamentale per comprendere la dinamica del prezzo degli attivi, i cicli degli *asset* e i collegamenti macroeconomici.

L'investimento in immobili commerciali da accesso a rendimenti eccezionali, ma presenta barriere quasi impossibili all'entrata, testimoniate dalle indispensabili grandi quantità di capitale.

Un investimento immobiliare commerciale (**CRE**) è una proprietà che produce reddito da locazione e viene acquistata con lo scopo di produrre un profitto. Complessi di appartamenti, edifici per uffici, impianti di distribuzione industriale e immobili commerciali sono tutti investimenti immobiliari commerciali che richiedono ampia conoscenza di come identificare, sottoscrivere e ricercare opportunità, reti adeguate per accedere alle opportunità di investimento, conoscenza della differenza tra investimenti

immobiliari diretti e indiretti, capacità di confrontare l'immobiliare con altre classi di attività e il dovere di impegnare una grande quantità di capitale in un unico investimento.

Uno dei maggiori vantaggi del *Commercial Real Estate* è l'alto rendimento annuo in denaro che produce. Infatti, il flusso di reddito può produrre tre volte il rendimento medio del dividendo stock e quattro volte il rendimento obbligazionario medio; ulteriore punto di forza consiste nella possibilità di fare leva sui finanziamenti a differenza di altre classi di attività.

Comprendere i modelli di vendita è essenziale per valutare il valore dei centri commerciali. Il comportamento dei consumatori verso lo shopping determina le vendite al dettaglio presso centri commerciali che, a loro volta, influenzano gli affitti e il valore del centro: valutare gli effetti della posizione, il *comparison shopping*, e l'immagine sono importanti per determinare la clientela del centro commerciale e le vendite.

Il valore di un centro commerciale regionale è principalmente determinato dai suoi tassi di locazione e le tariffe del centro commerciale sono attribuibili alle vendite *retail*; in breve, il valore dipende dal livello delle vendite che genera e le vendite dei centri commerciali dipendono dal comportamento dei consumatori.

Le tre categorie utilizzate per valutare i diversi comportamenti seguono la letteratura immobiliare commerciale. La posizione centro commerciale suggerisce che il consumatore acquisterà l'articolo desiderato presso il centro più vicino; il *comparison shopping*, anche conosciuto come agglomerato al dettaglio e *clustering* al dettaglio, è l'agglomerato dei rivenditori in una posizione, riducendo i costi di ricerca dei consumatori. Infine, il *brand* di moda di un negozio può essere più formalmente definito come "un'economia di domanda *retail*", che riesce ad attirare i consumatori in un centro commerciale.

Modalità d'investimento, nel mercato retail real estate, è fare ricorso ai fondi immobiliari.

I fondi immobiliari sono Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) nella forma di fondi comuni di investimento.

La nozione giuridica di fondo comune di investimento è contenuta nella fonte primaria, che definisce tale strumento finanziario come: "un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte", specificando altresì che "il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote" (art. 1, comma 1, lett. j, TUF); in considerazione di tale nozione fin, si può completare la definizione di "fondi immobiliari" come fondi comuni d'investimento chiusi, istituiti e gestiti da SGR autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui regolamento prevede che il patrimonio sia investito, in misura non

inferiore a due terzi del proprio valore complessivo, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Gli investimenti possibili per un fondo immobiliare sono, nel rispetto dei limiti normativamente previsti:

- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- partecipazioni in veicoli immobiliari diversi dalle società immobiliari (OICR immobiliari, holding immobiliari, REIT, SIIQ);
- strumenti finanziari non quotati;
- crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- depositi bancari e strumenti finanziari quotati.

La principale funzione economica dei fondi immobiliari è consentire agli investitori di beneficiare degli investimenti in immobili, sopportando rischi minori rispetto ad un investimento diretto.

All'interno dell'ordinamento giuridico italiano è possibile istituire diverse tipologie di fondi immobiliari, raggruppabili sulla base di specifici criteri distintivi.

Una prima classificazione considera la modalità di costituzione del fondo: in tal senso si distingue tra fondi immobiliari ordinari (chiusi, anche con possibilità di riapertura delle sottoscrizioni) e fondi immobiliari ad apporto (pubblico, privato e misto).

Un secondo elemento distintivo riguarda la tipologia degli investitori cui le quote sono destinate: la distinzione riguarda i fondi immobiliari riservati ad investitori qualificati ed i fondi per il pubblico indistinto (cd. Fondi retail).

Infine, è possibile individuare una categoria di fondi caratterizzata da una serie di particolari disposizioni: i fondi immobiliari speculativi.

Le attività necessarie al corretto funzionamento di un fondo immobiliare sono svolte, in via generale, da un insieme eterogeneo di soggetti:

- la SGR (in particolare il CdA ed l'eventuale Comitato Investimenti);
- le Autorità di controllo (Banca d'Italia e Consob);
- la banca depositaria;
- gli esperti indipendenti;
- la società di revisione;

- gli advisor esterni, il project manager, il property manager, il facility manager, l'agency manager.

3. MODALITA' OPERATIVE DI INVESTIMENTO NEL COMPARTO RETAIL/SHOPPING CENTRES: IL FONDO IMMOBILIARE

a. I Fondi Comuni di Investimento tra soggetto e oggetto di diritto

Il principio della separatezza patrimoniale dei fondi comuni di investimento, in forza del quale il patrimonio del fondo costituisce patrimonio autonomo rispetto a quello della società di gestione e dei partecipanti, rappresenta un tratto caratterizzante la struttura giuridica dei fondi medesimi, all'interno del nostro ordinamento giuridico (articolo 36, commi 1 e 4, del TUF).

Meno chiaro, ed oggetto di risalenti ed attuali controversie interpretative, è invece l'inquadramento della relativa natura giuridica. I primi dibattiti dottrinali sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento affondano le proprie radici in una fase antecedente all'istituzione e alla disciplina dei fondi medesimi nel nostro ordinamento giuridico, avutasi solamente agli inizi degli anni Ottanta, con la Legge n. 77 del 23 marzo 1983 sull'istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare.

Tra le impostazioni più risalenti, rileva certamente quella che inquadrava il fondo di investimento come comunione sui generis tra i sottoscrittori, secondo la quale i beni del fondo sarebbero appartenuti pro-quota a ciascuno degli investitori, comproprietari in proporzione della somma conferita, ovvero quella che considerava i fondi comuni di investimento di proprietà della società di gestione.

Nel corso degli anni Novanta, entrambe le impostazioni vennero superate. La prima incontrò la critica della dottrina che evidenziava la diversa struttura e scopo tra il fondo comune di investimento e l'istituto della comunione in senso stretto, il quale si sostanzia in una situazione statica in cui più soggetti mettono in comune beni, al fine di trarne i frutti e le utilità che da essa derivano a prescindere dall'esercizio di un'attività; la seconda in quanto si evidenziò come le caratteristiche del fondo non erano riconducibili a quelle del diritto di proprietà.

Il problema principale, attuale più che mai, risultò capire se i fondi comuni di investimento dovessero considerarsi "soggetto o oggetto di diritto".

Sul tema è possibile ricondurre le principali ricostruzioni sulla soggettività giuridica dei fondi essenzialmente all'interno di due filoni:

- il primo nega la soggettività giuridica in capo al fondo. Il fondo non è un soggetto di diritto diverso dalla società di gestione. Quest'ultima godrebbe della titolarità formale dei beni facenti parte del fondo in ragione dell'attività di investimento che deve svolgere nell'interesse dei partecipanti;
- il secondo riconosce la sussistenza della soggettività giuridica in capo al fondo. Quest'ultimo sarebbe pertanto un soggetto di diritto distinto dalla società di gestione e dagli investitori. Tale impostazione rappresentava l'orientamento prevalentemente sostenuto in dottrina e in giurisprudenza prima della richiamata pronuncia del 2010, ed oggi trova supporto in una recentissima Sentenza del Tribunale di Milano del 10 giugno 2016.

Risulta, pertanto, possibile idealmente distinguere tre fasi storiche sull'iter interpretativo della natura giuridica dei fondi comuni di investimento.

La prima fase è quella antecedente alla Sentenza del 2010 e vedeva il prevalere della tesi del fondo quale soggetto di diritto. Questa impostazione, era sostenuta anche a livello giurisprudenziale dal Consiglio di Stato che, all'interno di un proprio parere, aveva riconosciuto espressamente i fondi quali centri autonomi di imputazione di interessi.

La seconda fase è segnata dalla Sentenza del 2010, che ha negato la soggettività in capo ai fondi di investimento e trovato conferma nella giurisprudenza successiva.

Infine la terza fase, che potremmo definire in corso di evoluzione, prende avvio dalla recentissima sentenza del Tribunale di Milano del giugno 2016 e sembrerebbe tornare all'impostazione antecedente al 2010, riconoscendo i fondi quali soggetti di diritto.

Quello che emerge da queste tre tappe storiche è la riconducibilità delle diverse evoluzioni interpretative, sulla natura dei fondi comuni di investimento, essenzialmente al binomio soggetto o oggetto di diritto: risulta, pertanto, necessario esaminare le principali pronunce giurisprudenziali al fine di coglierne i diversi spunti logici.

Le recenti sentenze del Tribunale di Roma non discostano dal consolidato indirizzo tracciato dalla Cassazione, con la sentenza del 2010, confermando dunque il principio che il fondo è privo di personalità giuridica. Viene quindi, condiviso l'orientamento indicato dalla Suprema Corte di legittimità che, con la citata pronuncia del 2010, ha affrontato la carenza di soggettività giuridica del fondo: questo può essere inteso quale patrimonio

separato, rispetto sia alla società di gestione del risparmio (SGR) sia ai singoli investitori, i quali restano comunque i proprietari sostanziali dei beni del fondo.

Seppur ci sia stato un evolversi del tessuto normativo, che disciplina la materia dei fondi, non sembrano potersi identificare elementi significativi che permettano di considerare i fondi autonomi centri di imputazione di rapporti giuridici, in quanto le norme del Tuf affidano alla SGR l'attività di istituzione, promozione e gestione del fondo.

Inoltre lo stesso Tuf dà legittimazione alla stessa a richiedere, al tribunale, la liquidazione coatta amministrativa del fondo; viceversa, qualora sia la SGR ad essere in crisi, dalla lettura dell'art. 57, commi da 1 a 6, del TUF, si evince che la procedura di liquidazione coatta amministrativa non sempre incide sulla struttura e tenuta del fondo. Si conferma, così, il principio della separazione del patrimonio di quest'ultimo rispetto a quello della SGR. A tutto ciò si aggiunge che l'assenza di una struttura organizzativa minima del fondo, rilevabile anche in soggetti privi di personalità giuridica ma comunque centri di imputazione di diritti e obblighi (quali l'associazione non riconosciuta e le società di persone), rende più complessa la configurazione di quest'ultimo, alla stregua di un soggetto autonomo di diritto.

Nuovi spunti di riflessione sono, tuttavia, offerti dalla sentenza del Tribunale di Milano del 2 luglio 2013 che, seppur confermando l'orientamento maggioritario, sembra riconoscere, implicitamente e in particolari circostanze, al fondo la capacità di agire e quindi una sostanziale soggettività: ciò, nella particolare ipotesi in cui i partecipanti si riuniscono in assemblea per deliberare sulla sostituzione del gestore.

In tale contesto, comunque, è opportuno evidenziare che una suddetta previsione non basta di per sé a configurare un vero e proprio regime di autonomia del fondo, anche perché essa non si discosta granché dal modo in cui i gruppi di creditori (obbligazionisti) o partecipanti al capitale di rischio di una qualsiasi società per azioni possono, attraverso le assemblee separate di cui dispongono, far valere i loro punti di vista sulle scelte degli organi sociali.

b. Un caso pratico: La SGR come gestore del Fondo immobiliare Retail Alfa

Il fondo immobiliare Alfa presenta una strategia d'investimento Core, con l'obiettivo di gestione di immobili retail completamente locati in un orizzonte temporale di 15 anni.

Il portafoglio è costituito da 27 immobili a destinazione commerciale e 3 a destinazione logistica, localizzati nel centro Italia, in particolare Toscana, Campania e Lazio.

Il valore dell'intero portafoglio è stimato essere intorno a € 124 Milioni con un valore minimo target del Net Asset Value pari a 50/60 Mln.

Il fondo *retail* Alfa, oltre ad ammettere un periodicità di comunicazione al pubblico del valore delle quote giornaliera, prevede una politica di distribuzione dei proventi del 100%, su base annuale e con obiettivi di *cash to equity yield* prestabiliti.

Il portafoglio è locato al 100% e, in fase in costituzione, è stato fissato un target complessivo dei valori sotto gestione minimo a 70/80 Mln; si ci riferisce a tutti gli strumenti finanziari gestiti chiamati propriamente Asset Under Management (o AUM).

In pratica, l'AUM è una cifra che indica la grandezza e il livello di successo di una società in un determinato settore, ma rappresenta anche la quantità di denaro su cui un'istituzione finanziaria ha facoltà legale di chiedere commissioni di gestione, che in tale caso sono valutate su base semestrale, con variabilità pari al 15% dell'overperformance.

Infine, in fase di operatività del fondo, è previsto il ricorso all'indebitamento per finanziare le acquisizioni degli immobili: il *Loan to Value* iniziale minimo è fissato al 20%, ma visto il profilo di rischio potrebbe assumere valore massimo del 40%.

Il database del fondo può essere ricondotto ad una classificazione complessiva di 10 *asset*, geograficamente allocati in 3 regioni (Lazio, Campania, Toscana), la quale composizione sarà portata a compimento nel primo semestre del 2018.

A conclusione sono riportati gli aspetti peculiari relativi alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria sulla base di prospettive future:

- Nella attività vengono annoverati gli enti patrimoniali costituenti voce positiva del patrimonio, che nel caso del fondo, sono rappresentati dal valore dei beni immobili;
- I debiti sono indicati sotto la voce finanziamenti. Ultima riga dello S.P è rappresentato dal NAV, ossia il Net Asset Value, che rappresenta il valore complessivo netto del patrimonio del fondo;
- Nella sezione profitti sono riportati i ricavi da locazione, ma la formula del *Sale e Lease Back* permette a fine anno l'acquisto da parte dell'operatore;
- La sezione perdite sono riportati i costi dell'attività di gestione immobiliare e dell'attività di gestione del fondo.

4. CONCLUSIONI

La presente analisi è stata articolata basandosi sull'idea di base che investire in un fondo Retail, è una forma molto più remunerativa rispetto ad altre forme d'investimento, a

giustificazione di un cap rate maggiore o pari del 5%. Il caso pratico è il mezzo attraverso il quale la tesi è stata portata avanti, presentando un'analisi economica finanziaria del Fondo Alfa. Quello che ci si chiede ora è individuare la convenienza e l'economicità dell'investimento. La risposta a questa domanda risiede nell'analisi conclusiva del rendiconto finanziario (cash flow), ossia individuare la capacità di generare liquidità.

L'analisi dei cash flow ricopre tutti i 15 anni di durata del fondo, e mostra come questo, nella sua funzione di essere gestito, generi molta liquidità anche a fronte di periodi con flussi di cassa negativo. Da notare in particolare come il totale dei flussi di cassa dia un valore pari a zero: nella sua operatività il fondo, come già sottolineato, fa ricorso all'indebitamento, quindi è importante attuare un piano adeguato per riequilibrare la situazione finanziaria. La soluzione va ricercata nella capacità di ricomposizione del passivo, riducendo l'incidenza del debito ed incrementando il livello di capitalizzazione.

Tale indice rappresenta il traguardo della nostra analisi, individuabile come tasso che determina "l'appeal di un investimento".

Il tasso di capitalizzazione o anche *cap rate*, è la grandezza che lega il valore di un asset al flusso reddituale del periodo in esame.

Nell'implementazione di tale rapporto nella nostra analisi, vediamo come i dati sulle prospettive future dei flussi di cassa restituiscono un net cap rate medio pari al 6%.

A fronte di questo risultato viene così verificata l'ipotesi di partenza che ha mosso tale analisi, centrando appieno l'obiettivo.

La locuzione del retail come *best asset class*, era stata già presentata nel secondo capitolo, ma l'utilizzo di dati analitici completano, a livello qualitativo, l'analisi dimostrando come nonostante gli alti costi iniziali (quali l'importo dell'investimento immobiliare o il ricorso ad un mutuo che potrebbe far calare drasticamente i rendimenti dell'investimento), e nonostante il rischio che può rappresentare l'illiquidità del bene (in caso di vendita potrebbe essere necessario attendere dei mesi prima di ottenere la somma desiderata), investire nel Retail Real Estate è una forma d'impiego che può dare risultati remunerativi molto più alti di altre forme d'impiego.

Attenzione però. Il mattone non è necessariamente più sicuro di altre alternative d'investimento. Il rischio è pur sempre presente; basta saperlo vedere.