



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

UNIONE EUROPEA E BREXIT

Gli effetti sul mercato immobiliare inglese

RELATORE

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO

Silvia Maria Balducci

Matr. 201781

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

Indice

| | |
|--|-----------|
| INTRODUZIONE | 3 |
| CAPITOLO 1 | 5 |
| LA BREXIT E L'UNIONE EUROPEA | 5 |
| 1.1 INTRODUZIONE | 5 |
| 1.2 UNIONE EUROPEA: NASCITA, STORIA E SVILUPPO | 5 |
| 1.3 RILEVANZA ECONOMICA E FINANZIARIA DELLA UE | 8 |
| 1.4 RUOLO DELLA GB NELLA UE E LE CONSEGUENZE DELLA BREXIT .. | 12 |
| 1.5 ANALISI DELLE RAGIONI E DEL PERCORSO DELLA BREXIT | 18 |
| 1.6 CONCLUSIONI | 22 |
| CAPITOLO 2 | 24 |
| IL MERCATO IMMOBILIARE NEL REGNO UNITO | 24 |
| 2.1 INTRODUZIONE | 24 |
| 2.2 IL SETTORE IMMOBILIARE IN GRAN BRETAGNA | 25 |
| 2.3 INVESTIMENTO IMMOBILIARE DIRETTO | 27 |
| 2.4 INVESTIMENTO IMMOBILIARE INDIRETTO | 33 |
| 2.5 INVESTIMENTO IMMOBILIARE: VANTAGGI E RISCHI..... | 37 |
| 2.6 CONCLUSIONI | 43 |
| CAPITOLO 3 | 44 |
| IL MERCATO IMMOBILIARE E GLI EFFETTI DELLA BREXIT | 44 |
| 3.1 INTRODUZIONE | 44 |
| 3.2. I DATI E IL CAMPIONE | 46 |
| 3.3 METODOLOGIA..... | 49 |
| 3.4 RISULTATI..... | 53 |
| 3.5 CONCLUSIONI | 55 |
| CONCLUSIONE | 57 |
| Bibliografia e sitografia | 58 |

INTRODUZIONE

Alla base di questo studio vi è l'analisi di quelle che sono le cause, i meccanismi e le conseguenze della Brexit, con lo scopo di comprendere quanto tale evento sia rilevante non solo a livello storico e politico, ma anche economico e finanziario.

Come ormai noto, l'Inghilterra ha deliberato di uscire dall'Unione Europea il 23 giugno 2016.

È importante sottolineare quanto questa decisione abbia modificato il corso storico dell'Unione Europea, partendo dal Trattato di Maastricht e arrivando alla situazione attuale, che vede un'Europa frammentata e talvolta incerta ad affrontare sempre nuove difficoltà, anche se purtroppo non le prime.

Lo scopo del presente studio è analizzare quanto la Brexit e i suoi effetti andranno a condizionare e influenzare gli equilibri dell'Unione Europea, mettendo in discussione l'integrazione economica e politica degli Stati membri. Nello specifico l'obiettivo del lavoro è comprendere come il settore immobiliare in Inghilterra, pur essendo particolarmente solido, stia effettivamente risentendo di una decisione di questo tipo.

Le conseguenze verranno analizzate soprattutto dal punto di vista finanziario, focalizzando l'attenzione sui cambiamenti al livello di rendimento e rischio dei titoli immobiliari.

Lo studio si articola in tre capitoli.

Il primo presenta un excursus storico sull'Unione Europea, partendo dalla sua nascita avvenuta con il Trattato di Maastricht del 1992, fino ad arrivare al presente e, quindi, alla decisione del *leave* da parte del Regno Unito. Si procede poi ad analizzare la rilevanza economica e finanziaria dell'UE in modo da sottolinearne i vantaggi. Infine, il capitolo analizza quelli che sono i rapporti tra la Gran Bretagna e l'Unione, in modo da trarre conclusioni circa le reazioni dell'Europa e della stessa Inghilterra in seguito alla Brexit.

A seguire, il secondo capitolo anticipa il fine ultimo dello studio e procede con una dettagliata analisi del settore immobiliare, protagonista dell'elaborato. In questa parte si presenta il settore e lo si approfondisce, prendendo in considerazione la sua rilevanza e l'entità della sua presenza non solo a livello mondiale ma soprattutto nell'economia britannica. Segue, poi, uno studio più dettagliato che considera la differenza tra mercato immobiliare diretto e indiretto.

Il mercato immobiliare diretto viene presentato prendendo in considerazione ciascun settore in termini di volumi e rendimenti.

Il settore immobiliare indiretto viene presentato sempre in relazione all'Inghilterra, considerandone i fondi più importanti e i loro rischi e vantaggi. Il capitolo si conclude con la presentazione di tali rischi e vantaggi paragonati a quelli del settore immobiliare diretto.

Le conclusioni dello studio possono poi essere evidenti solo nel terzo capitolo. In quest'ultimo, infatti, si analizzano le conseguenze della Brexit sul settore immobiliare dal punto di vista finanziario, considerando la serie di indici immobiliari globali FTSE EPRA / NAREIT UK. L'osservazione di questi indici tramite un modello di regressione statistica multipla, fornirà un'evidenza circa il comportamento degli stock immobiliari in seguito alla decisione del *leave*. A completamento dell'analisi viene poi presentato e utilizzato anche il modello del Capital Asset Pricing Model, a cui vengono adeguati gli *Abnormal Returns* degli stock immobiliari per cinque anni fino al 2018, e quindi fino al periodo post Brexit.

Questa breve esposizione anticipa l'analisi che verrà declinata sotto l'aspetto economico e finanziario dell'evento Brexit, partendo dal presupposto che la stessa produrrà importanti conseguenze, non solo sotto il profilo geopolitico delle Nazioni Europee.

Infatti, nonostante la Brexit si concretizzerà solo nel 2019, fino al momento della conclusione delle trattative, un'analisi di questo tipo potrebbe fornire informazioni e previsioni rilevanti sul comportamento dei titoli, interessanti soprattutto per gli investitori.

CAPITOLO 1

LA BREXIT E L'UNIONE EUROPEA

1.1 INTRODUZIONE

La data ufficiale prevista per la BREXIT, è il 29 marzo 2019. In questa data, per la prima volta dalla sua costituzione, uno dei Paesi membri e fondatori uscirà dall'Unione Europea. Il 23 giugno 2016, infatti, sotto il governo del Primo Ministro David Cameron, il Regno Unito ha votato un referendum per decidere se la Gran Bretagna dovesse rimanere o lasciare l'Unione Europea (UE). Il referendum ha visto il successo del voto di "*Leave*" contando il 52% del totale, contro il 48% a favore dell'opzione "*Remain*".

La decisione di uscita da parte della Gran Bretagna dall'UE avrà un impatto significativo su tutti gli aspetti della vita politica, economica e giuridica del paese.

È opportuno, con lo scopo di studiare tale rilevante fenomeno, partire dalla nascita, dallo sviluppo e quindi dall'intera storia dell'Unione Europea, fino a comprendere le ragioni della *Brexit* e le sue principali e potenziali conseguenze al livello politico ed economico sui paesi membri e sulla Gran Bretagna stessa.

1.2 UNIONE EUROPEA: NASCITA, STORIA E SVILUPPO

L'Unione Europea può essere definita come un'istituzione politica e monetaria attualmente composta da 28 paesi indipendenti e democratici.

Lo scopo principale dell'Unione Europea è la promozione e la realizzazione di una cooperazione e integrazione a livello economico, sociale e politico tra i paesi membri.

Infatti, come evidenziato da Matei e Calapod (2014) il suo processo decisionale e la sua amministrazione sono stati riformati e adattati in tutti questi anni per essere in grado di raggiungere gli obiettivi e ottenere una maggiore integrazione a livello europeo.

Le sue radici risalgono alla seconda guerra mondiale, quando nel 1949 le nazioni dell'Europa Occidentale crearono il Consiglio d'Europa.

Il concreto inizio di un'integrazione politica ed economica si ha però solo nel 1951, con la nascita della CECA (Comunità Economica Europea del carbone e dell'acciaio).

L'Unione opera tramite l'utilizzo di un mercato unico europeo, nato il 1 gennaio 1957, che si fonda sulla libera circolazione di persone, servizi, merci e capitali.

È proprio nel 1957 che l'Italia, la Germania, la Francia, l'Olanda, il Belgio e il Lussemburgo firmano i Trattati di Roma, istituendo così la Comunità Economica Europea (CEE), successivamente rinominata Comunità Europea.

Sono gli anni '60 a segnare la svolta dal punto di vista economico, rappresentando un buon periodo per l'economia mondiale ed europea, anche grazie all'abolizione dei dazi doganali sugli scambi tra i paesi membri: è la nascita del più grande raggruppamento commerciale al mondo.

Dopo la prima opposizione da parte della Francia, nel 1969 la Gran Bretagna torna a chiedere l'ingresso nella CEE, ottenendolo con successo il primo gennaio 1973: il Regno Unito è membro effettivo della Comunità Economica Europea insieme alla Danimarca e all'Irlanda.

L'ulteriore ampliamento dell'Unione avviene con l'ingresso di Grecia (1981), Spagna (1986) e Portogallo (1986) accettate all'interno della CEE.

In seguito alla caduta del muro di Berlino nel 1989, che permette dopo 28 anni l'apertura delle frontiere tra Germania Est e Germania Ovest, il nuovo decennio apre le porte a importanti trattati che segnano in modo decisivo il percorso dell'integrazione europea. Gli anni '90 si aprono, infatti, con la firma del trattato di Shengen, con cui si completa il mercato unico in virtù delle quattro libertà: libera circolazione di beni, servizi, persone e capitali.

La nascita dell'Unione Europea avviene nel 1992, con la firma del Trattato di Maastricht da parte dei primi dodici stati membri della CEE, seguita poi dal Trattato di Amsterdam firmato dai quindici stati membri nel 1997, anno in cui i paesi firmano anche il Patto di Stabilità e crescita, conosciuto come Fiscal Compact. Esso mira a garantire la disciplina di bilancio degli Stati membri della UE per evitare disavanzi pubblici eccessivi e contribuire così alla stabilità monetaria. Tra i criteri di convergenza stabiliti nel Trattato di Maastricht per l'ammissione dei singoli Paesi all'unione monetaria (criteri di Maastricht), ne figurano due di natura fiscale: deficit di bilancio pubblico inferiore al 3% del PIL e debito pubblico inferiore al 60% del PIL, o in costante diminuzione verso questo limite di riferimento. La ragione di ciò risiede nell'obiettivo primario di prevenire l'instabilità monetaria e l'inflazione, viste come il risultato di grandi disavanzi pubblici, con l'idea di base che, non potendo alla lunga finanziare i propri deficit nazionali mediante l'emissione di titoli sul mercato, i governi finiscano con il ricorrere alla Banca Centrale, spingendola ad aumentare così la quantità di moneta in circolazione.

Da qui l'esigenza di porre un limite al processo di formazione del deficit e rendere permanente la disciplina fiscale, stabilendo un tetto massimo per il disavanzo e per lo stock di debito pubblico.

L'integrazione economica, rappresentante uno dei principali obiettivi della creazione dell'Europa, si concretizza solo nel 1999 con l'introduzione della moneta unica (l'Euro) nei mercati finanziari, adottata poi da dodici paesi dell'Unione solo nel 2002.

Oggi l'EURO è la valuta unica per 17 stati membri (che formano l'Eurozona), più 6 stati europei (Vaticano, Monaco, Andorra, Montenegro e Kosovo).

Un'ulteriore passo verso la formazione e l'espansione del territorio europeo avviene nel 2004 quando dieci paesi dell'Europa centro orientale firmano il trattato di adesione all'UE: si forma l'Europa dei 25 con l'entrata di Estonia, Lettonia, Polonia, Lituania, Cipro, Malta, Rep Ceca, Rep Slovacchia, Ungheria e Slovenia, a cui si aggiungono la Romania e la Bulgaria nel 2007.

Nel 2009, infine, entra in vigore il Trattato di Lisbona, redatto per sostituire la Costituzione Europea.

Ovviamente questi avvenimenti non concludono il percorso dell'Unione Europea verso una gestione e integrazione sempre maggiore tra i paesi. Certo è, però, che le vicende in cui l'UE è stata coinvolta, soprattutto negli ultimi anni, hanno messo a dura prova la buona riuscita di tali obiettivi.

Fatto decisivo e di fondamentale importanza negli ultimi anni è stata la decisione della Gran Bretagna di uscire dall'Unione.

Nel 2009, infatti, l'UE ha formalizzato l'articolo 50 che consentirebbe ai membri di rinunciare all'appartenenza all'UE.¹

Sebbene il governo britannico non abbia fatto inizialmente uso della regola, l'ex primo ministro David Cameron, dopo la sua rielezione nel 2012, ha promesso che avrebbe posto la questione circa l'uscita dall'Unione tramite votazione in un referendum. Ciò ha posto le basi per il voto referendario di giugno 2016.

Ai sensi dell'articolo 50, l'UE deve "negoziare e concludere un accordo con tale Stato, stabilendo le modalità per il suo ritiro". I termini del ritiro devono essere approvati da 20

¹ Art. 50 comma 1: Ogni Stato membro può decidere, conformemente alle proprie norme costituzionali, di recedere dall'Unione. EuroHope. (2016). VERSIONE CONSOLIDATA DEL TRATTATO SULL'UNIONE EUROPEA E DEL TRATTATO SUL FUNZIONAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA (2016/C 202/01).

dei 27 restanti paesi dell'UE, a condizione che rappresentino anche il 65% della popolazione dell'UE.

I cittadini inglesi sono stati chiamati a votare con il referendum tenutosi giovedì 23 Giugno 2016, esprimendo la volontà di rimanere o uscire dall'Unione Europea con un risultato a favore del *'Leave'*.

Il 29 marzo 2017 il Regno Unito ha notificato formalmente al Consiglio europeo l'intenzione di uscire dall'UE con l'attivazione dell'articolo 50 del trattato di Lisbona.

1.3 RILEVANZA ECONOMICA E FINANZIARIA DELLA UE

Sin dalla sua nascita, lo scopo dell'Unione Europea è stato non solo quello dell'integrazione a livello politico, ma anche quello di garantire un livello di benessere dal punto di vista economico e finanziario a ogni stato membro.

I paesi dell'Unione Europea, infatti, coordinano le loro politiche economiche per reagire a sfide come le crisi economiche e finanziarie. Tutti gli stati membri fanno parte dell'Unione Economica e Monetaria (UEM), un quadro per la cooperazione economica volta a promuovere l'occupazione e la crescita sostenibile e a coordinare la risposta dell'UE alle sfide economiche e finanziarie globali.

L'Unione Europea è stata in grado di affrontare e trovare soluzioni alle crisi in cui è stata coinvolta, maggiori o minori che siano. *'The European Union went on every time, no matter the severity and the implications of the crisis and this gives us hope for the present and future.'* (Matei e Calapod, 2014)

Di conseguenza, a tal proposito è importante prendere sotto osservazione le crisi economiche che hanno coinvolto la maggior parte dei paesi, a partire da quella del 1992, quando il sistema dei cambi fissi venne duramente colpito da speculazione: l'Italia, la Francia e il Regno Unito furono costretti a intervenire sui mercati per impedire la svalutazione delle monete nazionali nei confronti del marco tedesco. La lira, infatti, in tre mesi perse il 40% circa del suo valore precedente rispetto al marco tedesco. Come risultato l'Italia e il Regno Unito presero la decisione di uscire dal Sistema Monetario Europeo (che legava le valute partecipanti a una griglia di cambio predeterminata). Proprio come anticipò il Presidente Ciampi durante un discorso tenuto a Parigi: "la crisi si poteva superare solo reinterprestando il Sistema Monetario Europeo come un'anticipazione della moneta unica" (quella che poi nel 2002 è divenuta l'Euro). L'Euro, che rappresenta infatti uno dei pilastri fondamentali del programma dell'Unione Europea,

si è rilevato decisivo per il superamento della crisi del '92. Prendendo come esempio l'Italia non è difficile immaginare che, se per ipotesi la lira fosse stata fuori dall'Eurozona, forti tensioni al ribasso l'avrebbero colpita, come è sempre accaduto in fasi di debolezza del dollaro, in ragione dell'alto debito pubblico che tuttora grava sull'economia italiana. La forza e la stabilità della moneta comune hanno tolto al tema dell'inflazione la drammaticità che lo aveva caratterizzato per trent'anni. (Rossi, 2010).

Ulteriore dimostrazione di quanto il ruolo dell'Europa sia importante per i paesi membri nell'ambito delle crisi finanziarie, è data dalla crisi immobiliare del 2008, che mise in luce anche l'inadeguatezza del patto di stabilità e crescita, quindi successivamente rivisto. Nonostante le condizioni economiche nei quattro anni precedenti all'estate del 2007 apparissero decisamente favorevoli, in realtà si stava per aprire una falla di cui molti non si accorsero: i sistemi finanziari e l'economia iniziavano a mostrare squilibri significativi che poi si manifestarono effettivamente con lo scoppio della bolla nel mercato statunitense dei mutui *sub-prime*.² Le banche concessero ad un numero sempre maggiore di famiglie tali prestiti che prevedevano un tasso di interesse molto basso per i primi anni e un brusco aumento negli anni successivi. Come sottolineato da Bruni (n.d.), questi prestiti hanno un impatto sul benessere sociale, poiché di essi usufruiscono persone normalmente escluse dal credito bancario.

Nel periodo 2004-2007 arrivò il momento di ripagare e i tassi di interesse su tali mutui schizzarono alle stelle: molti debitori ovviamente non erano in grado di ripagare il debito. Nel 2007, 1,3 milioni di proprietà vennero messe all'asta per insolvenza, il 79% in più rispetto al 2006.

Le banche non erano più disposte a concedersi prestiti a vicenda, provocando il periodo del "*credit crunch*" (periodo con scarsa liquidità). La conseguenza fu che nel luglio del 2008 le grandi istituzioni e banche conosciute a livello mondiale annunciarono perdite per circa 435 milioni di dollari.

In uno scenario di questo genere, l'Unione Europea si è vista coinvolta in maniera significativa. Infatti, il crollo dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti ha fatto sì che gli acquirenti di questi titoli (maggior parte europei) scoprissero quanto una parte del loro attivo fosse di dubbio valore e che le esportazioni europee da parte degli Stati Uniti

² I subprime sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti "ad alto rischio". Sono chiamati prestiti subprime perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (prime) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili.

avrebbero avuto un calo decisivo. I Paesi della zona euro hanno subito quindi un duplice shock: il calo della domanda netta proveniente dall'estero e la perdita di valore dello stock di ricchezza finanziaria. Non trascurabile è anche il fatto che tale recessione ha generato automaticamente un aumento del deficit pubblico tradottosi in una crisi del debito sovrano (Zezza, 2015).

Il ruolo della BCE si è rilevato fondamentale: ha fornito un significativo sostegno agli Stati più colpiti dalla crisi mediante operazioni di acquisto di titoli del debito pubblico sul mercato secondario e operando quindi come prestatore di ultima istanza garantendo la stabilità del sistema euro nel suo complesso (Donati, 2013).

La crisi finanziaria del 2008 portò i governi e l'Unione Europea ad agire con prontezza per evitare una potenziale paralisi dei rispettivi sistemi finanziari.

Dall'Ottobre del 2008, infatti, la BCE (Banca Centrale Europea), la Commissione e i governi nazionali lavorarono insieme per:

- ripristinare la stabilità finanziaria;
- tutelare i risparmi;
- creare un sistema più efficace di *governance* finanziaria ed economica;
- mantenere condizioni accettabili del flusso di credito per famiglie e imprese.

Per salvare le loro banche, inoltre, i governi provvidero ad integrare le iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE: dal 2008 al 2011 sono stati iniettati nel sistema bancario, sotto forma di garanzie o di capitale diretto, ben 1,6 miliardi di euro, pari al 13% del PIL annuale dell'UE.

Tali misure prevedevano inoltre garanzie sulle passività bancarie, la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie e, talvolta, l'acquisizione di una quota di maggioranza o diminuzione di quelle degli azionisti.

A ciò si aggiunse la protezione da parte dei governi sull'attivo delle istituzioni finanziarie tramite il cosiddetto *ring-fencing*³, garanzie statali, operazioni di *swap* e trasferimento delle cosiddette attività tossiche dai bilanci delle banche.

³ Il Ring-fencing si verifica quando una parte dei beni o dei profitti della società viene separata finanziariamente senza necessariamente essere gestita come un'entità separata. Ciò potrebbe verificarsi per: motivi normativi, creare regimi di protezione delle risorse per quanto riguarda le disposizioni di finanziamento o segregazione in flussi di reddito separati a fini fiscali.

Tali misure di sostegno pubblico hanno dato un contributo decisivo nell'evitare l'aggravarsi della crisi e il collasso dei sistemi finanziari, riducendo il rischio di insolvenza da parte delle banche.

L'azione dell'Unione non si è però limitata a tali circostanze. Con lo scopo di preservare la stabilità finanziaria e allentare le tensioni sui mercati del debito, l'UE ha creato una rete di sicurezza per i paesi membri in difficoltà (il Meccanismo Europeo di Stabilità-MES) e ha rafforzato l'applicazione del patto di stabilità e crescita introducendo norme stringenti per tenere sotto controllo il debito e il disavanzo pubblico.

La rilevanza dell'Unione a livello economico-finanziario è evidente anche guardando ai vantaggi apportati dalla moneta unica, utilizzata da quasi 340 milioni di cittadini europei. Innanzi tutto, la moneta unica offre vantaggi a livello di tempi e spese di cambio, in quanto chi viaggia o lavora nell'area dell'euro non ha l'obbligo di cambiare valuta.

A ciò si aggiungono la facilità con cui consumatori e imprese possono confrontare i prezzi e la minor entità dei pagamenti transfrontalieri (talvolta a costo zero).

La Banca Centrale Europea, infatti, non si limita ad assicurare la stabilità dei prezzi, ma si adopera anche per abbassare il più possibile per le banche e per i loro clienti il costo dei trasferimenti in euro verso destinatari di altri paesi dell'eurozona.

La BCE, inoltre, fissa i tassi di interesse in modo da mantenere il tasso di inflazione inferiore al 2%, gestisce una parte delle riserve valutarie dell'eurozona e può anche intervenire sui mercati per influire sui tassi di cambio dell'euro. Tali compiti riservati alla BCE rientrano nell'obiettivo dell'Unione di garantire all'interno dell'Eurozona una stabilità dei prezzi. (Unione Europea, 2018)

Non trascurabile è anche la forza e la stabilità garantita dalla moneta unica. L'Euro, infatti, difende i paesi che lo utilizzano dagli shock esterni e dalle turbolenze dei mercati valutari in modo più efficace rispetto a quanto potrebbe ogni singolo stato.

La Gran Bretagna è l'unico paese, insieme alla Danimarca, che non prevede l'adozione dell'euro, causa la presenza di una precisa clausola di esenzione.

Questa volontà da sempre manifestata dal Regno Unito è indice di come tale paese non sia mai stato totalmente coinvolto nel progetto di integrazione economica alla base dell'Unione.

1.4 RUOLO DELLA GB NELLA UE E LE CONSEGUENZE DELLA BREXIT

Per comprendere l'importanza e il ruolo del Regno Unito all'interno dell'Unione si può partire con il focalizzarsi sul contributo e sui finanziamenti dalla Gran Bretagna forniti al bilancio dell'UE.

I contributi finanziari degli Stati membri al bilancio dell'UE vengono ripartiti equamente, in base alle rispettive possibilità. Più grande è l'economia del paese, maggiore il suo contributo, e viceversa. Il bilancio dell'UE non mira a redistribuire la ricchezza, bensì si concentra sulle esigenze di tutti i cittadini europei in generale.

Come riportato dal sito dell'Unione, di seguito sono presentati i rapporti finanziari del Regno Unito con l'UE nel 2016:

- spesa totale dell'UE nel Regno Unito: 7,052 miliardi di euro;
- spesa totale dell'UE in % del reddito nazionale lordo del Regno Unito (RNL): 0,30%;
- contributo complessivo del Regno Unito al bilancio dell'UE: 12,760 miliardi di euro;
- contributo del Regno Unito al bilancio dell'UE in % del suo RNL: 0,55%.

Come dimostrano tali dati, il contributo del Regno Unito non è di minima entità: il denaro versato nel bilancio dell'Unione europea dal Regno Unito contribuisce a finanziare programmi e progetti in tutti i paesi dell'UE come costruzione di strade, sovvenzioni per la ricerca, la tutela dell'ambiente.

È evidente come la Gran Bretagna è stata tra i paesi più "generosi" nei confronti dell'Unione. Ora, inevitabilmente, le casse dell'UE dovranno imparare a farne meno, con prevedibili conseguenze sulle economie degli altri paesi contributori. Nel rapporto con l'Europa, il Regno Unito ha versato circa 5,5 miliardi di euro ogni anno.

Dato il peso economico del Regno Unito e la sua incidenza sul bilancio europeo, è ovvio che tale uscita avrà effetti economici negativi sulle casse degli altri paesi membri.

Ad aggiungersi a ciò vi è la questione che i Paesi che dominano il mercato mondiale sono oggi gli USA, la Cina, e perfino il Commonwealth, nel suo insieme, è più grande e più influente dell'UE.

Nel 2025, secondo le stime più favorevoli, la UE rappresenterà solo il 22% del PIL mondiale. Nel 2020, il rapporto tra lavoratori e pensionati sarà di 3 a 1, e nel 2050 di 2 a

1, impossibile da sostenere, e questo grazie all'arretratezza tecnologica ma, soprattutto, all'invecchiamento generalizzato della popolazione europea.

Tra le conseguenze economiche, non va sottovalutato come la *Brexit* alteri l'equilibrio interno dell'Unione. I sette paesi che non adottano l'euro, infatti, rappresentano solo il 15% della produzione economica europea (30% con la Gran Bretagna).

È di estrema importanza anche considerare come la *Brexit* andrà ad aumentare la supremazia della Germania in Europa.

I rischi economici non si presentano solo per l'Europa, ma ovviamente anche per il Regno Unito, che dopo la decisione del '*Leave*' ha perso il suo alto livello di rating AAA ⁴ e ha visto la *Bank of England* costretta a tagliare i tassi di interesse con lo scopo di evitare la recessione economica. Dopo il referendum, infatti, sono stati registrati shock sui mercati che si sono appianati solo recentemente.

Inoltre, come sostenuto da numerosi europeisti, vi è la possibilità che molte imprese straniere saranno meno propense a investire nell'economia inglese, tanto che potrebbero addirittura decidere di spostare dal territorio britannico loro possibili sedi.

L'uscita della Gran Bretagna, chiaramente, non provocherà conseguenze solo sugli altri paesi europei ma anche sulla stessa Inghilterra.

Infatti, come sostenuto dalla maggior parte dei giornali inglesi, la Gran Bretagna si è ritrovata da un giorno all'altro più povera di 490 miliardi di sterline, circa 550 miliardi di euro. Una cifra spaventosa emersa dopo che l'Ufficio Nazionale di Statistica (ONS) ha ricalcolato la ricchezza del Paese scoprendo che erano stati sovrastimati gli asset internazionali.

Il quotidiano *Daily Telegraph* sottolinea infatti come non ci sia alcuna riserva di asset stranieri da utilizzare per difendere l'economia della nazione dalle conseguenze e dai rischi della *Brexit*. In dettaglio, secondo i calcoli rivisti da parte dell'ONS, la posizione patrimoniale netta sull'estero del Regno Unito è passata da un surplus di 469 miliardi di sterline a un deficit di 22 miliardi: una differenza che corrisponde a un quarto del Pil britannico.

Inoltre, non trascurabile è il fatto che la zona Europea rimane il più grosso partner commerciale della Gran Bretagna che è passata alla settima posizione tra i paesi

4 AAA è il rating più alto assegnato alle obbligazioni di un emittente da parte delle agenzie di rating del credito. Un'obbligazione con rating AAA ha un grado eccezionale di affidabilità creditizia perché il problema può facilmente soddisfare i suoi impegni finanziari. Le agenzie di rating Standard & Poor's (S & P) e Fitch Ratings utilizzano l'AAA per identificare le obbligazioni con la più alta qualità creditizia, mentre Moody's utilizza AAA come miglior rating.

appartenenti al G7 circa la crescita del PIL rispetto al periodo precedente. Infatti, la crescita del PIL dopo la Brexit ha registrato un deciso rallentamento, trend che non si è modificato neanche dopo l'avvio dei negoziati. Il PIL del Regno Unito, infatti, pur continuando a crescere, è comunque classificato saldamente ultimo tra i paesi del G7. Una posizione mai occupata negli ultimi 3 anni. Il tasso di crescita è cresciuto del +0.3% nel secondo trimestre, rimanendo però notevolmente più lento rispetto alla media dello 0.5% che la Gran Bretagna raggiunse nel 2010.

La Brexit ha provocato incertezza circa il futuro dell'economia britannica, cosa che ha inevitabilmente portato al crollo della moneta inglese (Figura 1.1).

Figura 1.1



La Gran Bretagna ha da sempre palesato dubbi circa l'adesione alla moneta unica (unico paese che insieme alla Danimarca non ha adottato l'euro). Dal 1995, infatti, la sterlina si è notevolmente apprezzata rispetto all'euro, condizione modificatasi leggermente solo con l'avvento della *Brexit* che ha portato a una recente evoluzione del tasso di cambio, come evidente dal grafico sopra riportato. L'ultimo crollo della sterlina, infatti, risale al 1985.

Il crollo della moneta inglese è anche riscontrabile in ragioni di natura economica: la mancata partecipazione all'UE del Regno Unito renderebbe il paese molto meno attraente per le imprese globali. Ad aggiungersi a ciò vi è anche la questione che la maggior parte dei CEO inglesi si dice pronta ad abbandonare il paese.

A ciò si aggiunge anche la preoccupazione inerente al settore lavorativo: le aziende britanniche saranno obbligate a fornire liste di prescrizione dei lavoratori stranieri suddividendo i lavoratori in classi. Tale elemento rende il Regno Unito ancor meno attraente per le aziende estere.

Ultima ragione che ha avuto ripercussioni sul crollo della sterlina è sicuramente la decisione della *Bank of England* di dare una mano all'economia inglese tagliando i tassi di interesse al loro minimo storico.

È opportuno prendere in considerazione anche le potenziali reazioni da parte di altri paesi in seguito alla decisione della Gran Bretagna di abbandonare l'UE.

Infatti, questo è verosimilmente solo l'inizio, l'effetto domino è auspicabile. Una dopo l'altra, cadranno tutte le caselle di questo edificio, sempre più simile a un'immensa prigione finanziaria, che è l'Unione Europea.

Tra le varie conseguenze che potrebbero scaturire dall'uscita del Regno Unito, devono essere evidenziati quelle che influenzeranno i sistemi bancari e finanziari.

Innanzitutto, è rilevante sottolineare come in un primo momento la Brexit abbia reso i mercati finanziari molto più sensibili alla vulnerabilità della zona euro.

Inoltre, la sterlina è scesa ai minimi e le borse mondiali hanno bruciato 2000 miliardi in un solo giorno.

Non trascurabile sotto tale punto di vista è il fatto che il 23% del fatturato del settore finanziario britannico (corrispondente all'11% del PIL inglese) è strettamente collegato all'Unione Europea, tanto che la quota di mercato inglese nella UE in questo settore è del 24%.

La parte più significativa è rappresentata dal settore bancario con un fatturato pari il 22% e una quota di mercato del 26% (dati evidenti dalla Tabella 1.2).

Sono, però, le banche d'affari⁵ quelle più interconnesse con l'Europa.

Il 78% del fatturato del settore delle banche d'affari e di investimento in Europa si realizza in Inghilterra, il 55% in particolare ha la propria origine negli altri 27 Paesi della Ue. Il 46% dei capitali d'investimento della Ue è raccolto nel Regno Unito.

⁵ Le banche d'affari sono quelle che si occupano di gestire per conto di grandi clienti (fondi pensione, fondi gestione, grandi imprese) gli investimenti in titoli, obbligazioni, derivati di altre aziende, di istituzioni finanziarie, e anche governi.

Tabella 1.2

| | Totale | Sistema bancario | Gestione del risparmio | Settore assicurativo | Infrastrutture per il mercato (es. Borse) e altro |
|--|---------|------------------|------------------------|----------------------|---|
| Fatturato del settore finanziario inglese (in miliardi di sterline) | 190-205 | 108-117 | 20-23 | 39-42 | 22-26 |
| Fatturato del settore finanziario inglese (in % del PIL del Regno Unito) | 11% | 6% | 1% | 2% | 1% |
| Fatturato del settore finanziario inglese legato alla UE | 23% | 22% | 26% | 10% | 44% |
| Quota di mercato inglese nella UE | 24% | 26% | 41% | 22% | - |

Come conseguenza della Brexit, con lo scopo di mantenere la clientela europea, le banche inglesi si vedranno costrette ad aprire filiali nel territorio dell'UE e non potranno operare transazioni dirette, raggiungendo costi molto più elevati che potrebbero aumentare dal 3 all'8%.

Di fatto, essendo un membro dell'UE, la Gran Bretagna detiene il "passaporto unico", ossia il diritto delle società finanziarie nel Regno Unito di vendere le proprie strutture in tutta l'UE (Chu, 2017). Ciò è garantito dagli articoli 49 e 56 stabiliti nel Trattato di Lisbona, che garantiscono la libertà di stabilimento e quella di prestare servizi in tutta l'Unione europea. Ad esempio, una banca con sede nel Regno Unito può vendere le sue strutture finanziarie a un'impresa con sede in Italia facilmente, come se la società italiana avesse sede a Oxford. Inoltre, come affermato da Chu (2017), questo diritto non è solo esteso al Regno Unito, ma anche alle società straniere con sede nel territorio inglese: per esempio le società americane in possesso di filiali in Gran Bretagna possono vendere i propri servizi in tutta l'UE.

Come è stato sostenuto da Capriglione (2017), Chu (2017) e Signorini (2017) nei loro giornali, la *Brexit* comporterebbe la rinuncia da parte del Regno Unito di questo "passaporto unico". Tale rinuncia, afferma Signorini nel suo articolo "Brexit: possibili riflessi su economia e finanza", implica che se la GB volesse negoziare con i paesi europei dovrebbe richiedere loro precise licenze e verrà quindi monitorata dal paese ospitante.

La revoca del passaporto unico dal Regno Unito colpirà quasi 5.500 imprese britanniche e 8.000 imprese europee che attualmente si affidano realmente ai diritti espressi negli

articoli 49 e 56 del Trattato di Lisbona (vale a dire il passaporto unico) per gestire le proprie attività in tutta l'UE (Treanor, 2016).

Gli intermediari finanziari stabiliti in Gran Bretagna sono preoccupati per la perdita di importanza della città, temono infatti che Londra perda il suo effettivo ruolo finanziario centrale nell'Unione europea e nel mondo intero. E questo, secondo quanto affermato da Capriglione (2017), causerà una diaspora degli intermediari finanziari verso altri importanti paesi dell'UE.

Ad esempio, Dublino sembra essere una delle opzioni preferite da molti intermediari finanziari, come Bank of America e Citigroup, per gestire la propria attività. La Deutsche Bank trasferirà tutte le attività relative al commercio di titoli da Londra a Francoforte, così come Goldman Sachs e Jp Morgan Chase & Co. Molti intermediari finanziari francesi si trasferiranno nella capitale francese: Parigi. Un'altra città che coprirà un ruolo importante sarà Berlino (Barlaam, 2017). Secondo Capriglione (2017), in questo contesto Piazza Affari può svolgere un ruolo di grande portata: sotto l'incoraggiamento dell'autorità ministeriale, la Banca d'Italia, la Consob e il governo locale, è stato istituito il comitato di "Milano European Financial Hub" con l'obiettivo di attrarre istituzioni bancarie, fondi e capitale umano in settori strategici come fintech, *private equity* e asset di gestione in un'era post Brexit.

Nonostante tali conseguenze circa l'aspetto prettamente economico, commerciale e finanziario, la Brexit ha dimostrato di essere una forza unificante inaspettata.

Alexander Stubb, ex primo ministro finlandese, afferma di non aver mai visto il blocco così unito.

Nonostante ciò, la BREXIT rimane un duro colpo per l'equilibrio geopolitico europeo. "La Brexit è pessima, dolorosa e traumatica, non solo per il Regno Unito, ma anche per l'Unione europea", afferma Luuk van Middelaar, storico ed ex Consigliere del precedente Presidente del consiglio europeo, Herman Van Rompuy.

La Gran Bretagna ha infatti visto, dopo la Brexit, forte incertezza anche sul fronte politico e governativo. Infatti, ha avuto un effetto drammaticamente divisivo dell'elettorato e dei maggiori partiti e ha messo in pericolo la stabilità del governo. (Carboni, 2017)

La Brexit è stata "vista come un attacco frontale" all'UE e per questo motivo, lo Middelaar prevede che una "Hard Brexit" sarebbe molto più facile da negoziare e quindi riuscirebbe a tutelare l'Europa. Le ampie concessioni che deriverebbero da una soft Brexit, infatti, rischiano di erodere il valore dell'appartenenza all'UE.

Quindi, ad un estremo, una “Hard” Brexit potrebbe comportare l’uscita senza il raggiungimento di un accordo. Ciò significherebbe l’assenza di compromessi su questioni come la libera circolazione delle persone, lasciando il mercato unico dell’UE e commerciando con l’Unione come se fosse un qualsiasi altro paese al di fuori dell’Europa, basato sulle regole dell’Organizzazione mondiale del commercio.

La conseguenza potrebbe essere che quindi - almeno a breve termine prima che sia concluso un accordo commerciale - il Regno Unito e l’UE probabilmente applicherebbero le tariffe e altre restrizioni commerciali l’una all’altra. Decisione che andrebbe a negare gli sforzi fatti nella storia per l’abolizione dei dazi e il raggiungimento di un mercato unico.

All’estremo opposto, una ‘soft’ Brexit comporterebbe il mantenimento di stretti legami con l’UE, eventualmente attraverso una qualche forma di adesione al mercato unico dell’Unione europea, in cambio di un certo grado di libertà di circolazione.

In questo scenario Theresa May si è espressa dicendo che spera di ottenere un accordo che vada bene per entrambe le parti, ma non ha escluso l’alternativa di concludere senza un accordo.

1.5 ANALISI DELLE RAGIONI E DEL PERCORSO DELLA BREXIT

La *Brexit* non può essere considerata un evento inaspettato: il Regno Unito non ha mai mostrato di sentirsi realmente parte dell’Unione, tanto che la sua entrata nella CEE potrebbe essere vista solo come una soluzione al complicato periodo economico attraversato nel 1973.

La scelta britannica per l’Europa, infatti, non avviene in un clima di grande empatia, tale cioè da far ritenere necessariamente connessa all’integrazione economica anche quella politica. Il *favor* per quest’ultima rimane nel tempo estremamente esiguo, mentre sembra destinato a prevalere l’intento di beneficiare dei meccanismi comunitari basati su metodi intergovernativi.

Da aggiungere a ciò vi è lo spirito nazionalista che ha da sempre caratterizzato l’Inghilterra, tanto da rendere manifesto un evidente distacco nei confronti del continente (basti pensare alla mancata adesione alla moneta unica).

La realtà dell’Europa da parte dell’Inghilterra è “forse avvertita come estranea, eccessivamente lontana da quella domestica, considerata invece prioritaria”. (Capriglione, 2016).

Effettivamente, come affermato da Simon Usherwood, docente di Politica dell'Università di Surrey, nel rapporto tra UE e GB c'è una mancanza di comprensione alla base: “Il Regno Unito pensa che l'Ue è solo un blocco di transazioni commerciali, mentre l'Ue non comprende come mai il Regno Unito tratti tutti gli affari europei come se fossero una minaccia”.

In Gran Bretagna c'è sempre stata una sorta di ostilità nei confronti delle politiche Europee, troppo spesso manifestata da tale paese.

Infatti, già negli anni 70 del 1900 Sir Teddy Taylor si dimise da ministro del governo Heath non appena venne a conoscenza della decisione di sottoscrivere i Trattati di Roma.⁶ La stessa Margaret Thatcher, non appena eletta nel 1979, mostrò un evidente euroscetticismo dando una svolta ai rapporti con le istituzioni europee. Infatti, in quel periodo, un aumento della disoccupazione e continui scioperi coinvolsero il paese e la Thatcher iniziò ad attuare dure riforme: nel 1984 rinegoziò lo sconto annuale per il Regno Unito e attuò un sistema per cui l'UE dovette rimborsare a Londra una somma pari al 66% della differenza tra il suo contributo al bilancio dell'Unione e l'importo ottenuto dal bilancio stesso. Ciò comportò un ulteriore onere finanziario a carico degli altri Stati membri.

Tale linea euroscettica fu a lungo mantenuta dalla Gran Bretagna anche con John Major. Un cambiamento ci fu solo con l'arrivo dei laburisti di Tony Blair al governo, che si mostrarono più favorevoli e ‘morbidi’ nei confronti di Bruxelles.

Tale cambio di rotta non venne però mantenuto: nel 2010 ci fu l'arrivo di David Cameron, che non ha mai nascosto il risentimento nei confronti delle istituzioni Europee. Il partito conservatore inglese ha, infatti, promesso di concedere un referendum al popolo del Regno Unito qualora avesse vinto le elezioni generali nel 2015. Dopo il suo trionfo, Cameron ha passato i mesi successivi alla rielezione cercando di acquisire dei consensi da parte dei *leaders* europei circa uno speciale pacchetto di riforme. Solo con l'approvazione di tale pacchetto Cameron avrebbe spinto i cittadini a votare contro la *Brexit*.

Ciò ha portato alla decisione dell'uscita da parte della Gran Bretagna e non rende la Brexit fatto privo di previsione, anzi plausibile pensando alla storia e agli atteggiamenti dei precedenti primi ministri britannici.

⁶ Cfr. CACOPARDI, Ingresso del Regno Unito nella CEE. La Gran Bretagna nella CEE/UE, visionabile su www.geocities.ws/osservatore_europeo/approfondimenti/semi07.htm

Sicuramente una delle ragioni fondamentali che ha spinto i cittadini inglesi a votare per l'uscita è anche il fatto che, come visto precedentemente, il Regno Unito ha versato all'Europa più di quanto abbia effettivamente ricevuto in cambio. Come si evince da un'analisi condotta dalla Cgia (l'associazione delle piccole imprese di Mestre) tra il 2000 e il 2014 il Regno Unito ha versato all'Unione europea 186,5 miliardi di euro. Cifra nettamente superiore rispetto a quella ricevuta in cambio, di soli 102,6 miliardi rispetto all'Italia che su 210,6 miliardi versati ne ha ricevuti 151,6.

Tra i 28 paesi dell'Ue, infatti, solo la Germania ha contribuito più degli inglesi, con un saldo di 163,3 miliardi (e un importo medio annuo di 10,8 miliardi). Basti pensare che nel 2014 il contributo erogato dal Regno Unito - su un bilancio Ue di 142,6 miliardi - è stato di 11,3 miliardi (l'8% sul totale), al netto del rimborso di 6 miliardi "strappato" da Londra negli accordi sottoscritti con Bruxelles.

Capriglione (2017), infatti, sottolinea come per la Gran Bretagna sembra assumere specifico rilievo una sostanziale monetizzazione del 'beneficio netto complessivo' derivante dal restare legata all'Europa.

In tale contesto e nella gestione delle negoziazioni c'è la possibilità per l'Inghilterra di procedere tramite due soluzioni: una 'Hard Brexit' o una 'Soft Brexit'.

Circa la posizione 'Hard' la prima ministra Theresa May si è espressa chiarendo che tale opzione è intesa come un ritiro in cui la Gran Bretagna rinunciarebbe alla partecipazione al mercato unico dell'UE e alle sue norme giuridiche. Riprenderebbe anche il pieno controllo del proprio sistema di immigrazione, introducendo controlli più severi sull'immigrazione dall'UE e altrove.

"Voglio essere chiara" - ha affermato - "Non stiamo lasciando l'Unione europea solo per abbandonare il controllo dell'immigrazione. E non ci stiamo lasciando solo per tornare alla giurisdizione della Corte di giustizia europea."

La "Hard Brexit" implicherebbe quindi un distacco radicale che si andrebbe a concretizzare nel fatto che il Regno Unito non ha rapporti preferenziali con il mercato unico e fa affidamento solo sulle regole della World Trade Organisation (WTO)⁷. Ciò implica non solo l'assenza di adesione al mercato unico (ovvero la possibilità di adottare barriere non tariffarie e ostacolare gli scambi), ma anche l'imposizione di tariffe su almeno alcuni scambi di merci tra il Regno Unito e l'UE. (Menon, 2016)

⁷ La World Trade Organisation (Organizzazione mondiale del commercio) si occupa delle regole globali degli scambi tra le nazioni. La sua funzione principale è garantire che il commercio scorra nel modo più fluido, prevedibile e libero possibile.

Al contrario, la "Soft Brexit" è interpretata come un qualsiasi numero di possibili accordi che potrebbero essere negoziati con l'UE, non rappresentando quindi un ritiro completo. La Gran Bretagna, quindi continuerebbe a far parte dello Spazio Economico Europeo (SEE)⁸ e in quanto tale si impegnerebbe ad accettare tutte le sue quattro libertà (compresa quella di circolazione) e continuerebbe ad essere assoggettata (anche se indirettamente) alla giurisprudenza della Corte di giustizia europea (CGCE).

Tra queste due decisioni estreme si colloca anche la possibilità che implica una qualche forma di relazione preferenziale con il mercato unico, garantita da uno o più accordi di libero scambio o altri accordi economici. In questo tipo di relazione, il mercato unico non è trattato in blocco, ma è scomposto in elementi o settori costitutivi, alcuni dei quali sono liberalizzati con lo stato non SEE e altri no. (Menon, 2016)

Le opzioni Soft Brexit sono fatte per essere promosse soprattutto da funzionari britannici che erano contrari alla Brexit e vorrebbero provare ad onorare parzialmente l'esito del referendum senza interrompere completamente i legami con l'Europa.

Nel 2017, dopo l'esito del referendum a tal proposito si espresse il presidente del consiglio europeo Donald Tusk durante il suo discorso al Centro politico Europeo a Bruxelles: "L'unica vera alternativa a una Hard Brexit è No Brexit".

Dopo il recente incontro avvenuto tra Tusk e Theresa May, il presidente ha affermato che il compito chiave durante i negoziati di ritiro sarà quello di proteggere gli interessi dell'UE e quindi di ciascuno dei 27 paesi.

Il presidente Tusk ha recentemente presentato una bozza di linee guida durante la conferenza stampa a Lussemburgo inviata ai 27 Stati membri. Nonostante le sue prime affermazioni, ha affermato che "Non dovrebbe sorprendere che l'unico modello possibile restante sia un accordo di libero scambio", a proposito delle relazioni economiche future, tenendo conto della posizione attuale del Regno Unito. Ha anche proposto che entrambe le parti continuino la loro comune lotta contro il terrorismo e avviino urgentemente colloqui per evitare l'interruzione dei voli tra Regno Unito e Unione europea. Ha, inoltre, invitato il Regno Unito a partecipare a programmi di ricerca e istruzione dell'UE.

In vista della Brexit, l'UE27 e il Regno Unito stanno negoziando un accordo di ritiro.

⁸ Lo Spazio economico europeo (SEE) nacque il 1° gennaio 1994 in seguito a un accordo (firmato il 2 maggio 1992) tra l'Associazione Europea di Libero Scambio (AELS) e l'Unione europea con lo scopo di permettere ai paesi AELS di partecipare al Mercato europeo comune senza dover essere membri dell'Unione.

A seguito dei negoziati svoltisi dal 13 al 19 marzo 2018, i negoziatori dell'UE e del Regno Unito hanno presentato una versione del progetto di accordo di ritiro che mostra i progressi compiuti finora nei colloqui. Questa versione identifica le parti dell'accordo di ritiro in cui entrambe le parti hanno concordato il testo legale, che includono:

- diritti dei cittadini;
- insediamento finanziario;
- periodo di transizione;
- problemi di separazione.

I ministri dell'UE27 hanno anche discusso il progetto di linee guida sul quadro per una futura relazione con il Regno Unito. I ministri hanno esaminato il testo prima di presentarlo al Consiglio europeo (articolo 50) prima della riunione del 23 marzo 2018.

I leader dell'UE sono pronti a negoziare un ambizioso accordo di libero scambio con il Regno Unito.

Come si evince dal documento dell'European Council, l'UE ha manifestato la volontà di avere la partnership più stretta possibile con il Regno Unito, che includa il commercio e la cooperazione economica, la sicurezza e la difesa, tra le altre aree.⁹ Tuttavia, i leader dell'UE 27 hanno notato che le attuali posizioni del Regno Unito limitano la profondità di un tale futuro partenariato.

1.6 CONCLUSIONI

Data la precedente analisi è possibile affermare quanto la *Brexit* sia stato un evento non privo di aspettativa e che da un'ottica prettamente europeista abbia portato più rischi e difficoltà, che altro. Basti pensare alle conseguenze sul mercato europeo e sullo stesso inglese.

⁹ “The future partnership should address global challenges, in particular in the areas of climate change and sustainable development, as well as cross-border pollution, where the Union and the UK should continue close cooperation”. - European Council. (2018).

L'Inghilterra, evidentemente, presa da uno spirito fortemente nazionalista, non ha mai colto la funzione dell'Unione Europea quale forza unificatrice e di estremo supporto agli stati membri.

Nonostante ciò, oggi è decisamente prematuro trarre conclusioni a riguardo e dire che l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea abbia realmente danneggiato le prestazioni dell'economia inglese ed europea.

L'uscita verrà concretizzata solamente nel 2019 e le trattative tra il continente Europeo e lo Stato Inglese sono ancora aperte e in corso di maturazione.

Per tali motivi, è opportuno continuare a registrare i cambiamenti, osservare l'andamento dei mercati e dell'economia e aspettare il concretizzarsi del *Leave* per poter qualificare questo evento come deleterio o viceversa.

Certo è che la *Brexit* ha segnato la storia ed è estremamente importante non sottovalutarne l'importanza.

CAPITOLO 2

IL MERCATO IMMOBILIARE NEL REGNO UNITO

2.1 INTRODUZIONE

Dopo aver preso in considerazione le conseguenze della Brexit sul mercato in generale e le condizioni della stessa Inghilterra e del resto del mondo in seguito a un evento di questo tipo, si passa a un focus sul mercato immobiliare, con lo scopo ultimo di vedere quanto la decisione del 'leave' abbia influito sull'economia inglese in tal senso.

Occorre, quindi, analizzare questo settore in maggior dettaglio, soprattutto nel territorio inglese.

Innanzitutto, è importante sottolineare che il mercato immobiliare rappresenta una forma di investimento alternativa rispetto agli investimenti finanziari basati sulla compravendita di titoli e si può ritenere, infatti, distinto dalle altre *asset class*.

Il settore immobiliare ha iniziato ad acquisire maggiore rilevanza durante la crisi all'inizio degli anni Novanta. In molti Paesi, infatti, un improvviso aumento della disoccupazione e un rialzo dei tassi di interesse sui mutui aveva costretto numerose famiglie a vendere gli immobili, con un effetto negativo sull'intero sistema economico, a iniziare dalle banche. Anche la riduzione dei consumi da parte delle famiglie, fortemente legati al prezzo delle abitazioni, ha avuto un effetto rilevante che si è mantenuto per buona parte del decennio.

Questo settore presenta una distinzione, ancora oggi dibattuta, tra investimento immobiliare diretto (fisico) e indiretto (cartolarizzato o finanziario).

L'investimento immobiliare diretto comporta l'acquisizione e la gestione di proprietà fisiche effettive, mentre quello indiretto comporta l'acquisto di azioni di società di investimento immobiliare.

Originariamente, in un cosiddetto investimento "diretto" immobiliare, un bene come un edificio o un terreno era interamente di proprietà dell'investitore, senza il coinvolgimento di terzi o intermediari. Questo è stato il punto di partenza per investimenti istituzionali nel settore immobiliare negli anni '70 e '80, quando le società, le banche e le compagnie assicurative avrebbero mantenuto team interni sostanziali per gestire le attività quotidiane di gestione della proprietà, come il leasing, la raccolta degli affitti e la manutenzione.

Quando i fondi pensione e altri investitori istituzionali iniziarono a investire nel settore immobiliare, scoprirono che l'investimento diretto era ad alta intensità di risorse e difficile da perseguire come strategia al di fuori del mercato nazionale (a causa di differenze culturali e complessità normative e fiscali).

Verso la fine degli anni '90, gli investitori hanno iniziato ad accedere agli immobili globali utilizzando fondi immobiliari privati, che sono diventati il principale veicolo di investimento immobiliare privato fino alla crisi finanziaria globale nel 2008-2009.

Questi tradizionali fondi immobiliari privati sono esempi chiari di un investimento "indiretto", in cui un investitore mette a disposizione il capitale a un gestore di fondi, che a sua volta assume diversi impegni per gli investimenti immobiliari.

La convergenza e la differenza tra investimenti immobiliari diretti e indiretti è stata oggetto di intenso dibattito nella letteratura immobiliare. Uno dei principali motivi di ciò risiede nell'accertare se le due classi di investimenti siano sostituti e/o complementi, nonché se vi siano benefici diversificati e di riduzione del rischio quando si includono entrambe le attività in un portafoglio *multi-asset*.

2.2 IL SETTORE IMMOBILIARE IN GRAN BRETAGNA

Focalizzandosi sulla Gran Bretagna, il mercato immobiliare in questo paese è considerato ormai da quasi un secolo uno dei più maturi del mondo, nonché una rilevante piazza per gli investimenti, con la presenza di investitori privati, istituzionali ed esteri molto importanti.

L'Inghilterra, infatti, può vantare un'alta domanda nel settore immobiliare (dovuto soprattutto all'incremento demografico e alla robusta economia inglese) sostenuto anche dalla presenza di trasparenza sul mercato, di un efficace contesto legislativo ed eccellenti professionisti.

Già dal 2005, una ricerca realizzata dall'Eurispes ha concluso che lo stock di abitazioni censito dal Governo in Inghilterra ammontava a 26.194 milioni di unità abitative, il 70.3% delle quali (circa 18.4milioni) occupato dai legittimi proprietari, il 10.7% (circa 2.8milioni) gestito dalle autorità locali, il 10.8% affittato dai legittimi proprietari e il restante 8.2% (circa 2.15 milioni) affittato dai cosiddetti «*Registered Social Landlord*» (RSL - associazioni, trust e imprese inserite in appositi registri pubblici).

Come ogni altro settore in Inghilterra, anche quello immobiliare ha risentito del fenomeno di finanziarizzazione dell'economia che da anni coinvolge il paese. Le società

immobiliari con costante afflusso di capitali stranieri, intermediato da uno dei più evoluti sistemi creditizi e finanziari a livello globale, hanno aumentato la propria esposizione verso Paesi terzi.

Nonostante la Brexit, il Regno Unito ha dimostrato un'alta domanda di investimenti immobiliari come evidente anche il grafico di seguito (Figura 1) fornito dal *Real Capital Analytics* e che riporta gli investimenti nel mercato immobiliare in tutta Europa.

La Gran Bretagna presenta uno dei numeri più alti, insieme alla Germania, che è comunque un colosso nell'ambito del mercato immobiliare europeo.

Figura 2.1 - Investimenti immobiliari in Europa



Essendo Londra il centro della finanza mondiale è una delle città più attraenti per gli investitori, ma rimane comunque il fatto che il mercato immobiliare si presenta poco omogeneo e sussistono ancora enormi squilibri tra la capitale e il resto del Paese.

Nel Regno Unito costruzioni e attività immobiliari valgono il 18,9% del Pil, in Spagna il 18,8%, in Francia il 18,7% e in Germania il 16,3%.

Come sostenuto dalla *British Property Federation* (l'organizzazione associativa e la voce del settore immobiliare del Regno Unito) in particolare il settore immobiliare commerciale ha un valore di mercato di £ 1,662 miliardi in Inghilterra.

Il settore immobiliare commerciale è, infatti, uno degli elementi costitutivi fondamentali dell'economia britannica e impiega direttamente oltre 1 milione di persone contribuendo

per oltre £ 94 miliardi all'economia del Regno Unito (circa £ 5,4% del totale) e per quasi l'1% al PIL del paese.

A dimostrare la valenza del mercato immobiliare britannico sono stati anche Liow e Webb (2009) che, nella loro analisi, hanno indagato la struttura di correlazione dei rendimenti immobiliari cartolarizzati in due importanti mercati sviluppati dell'Occidente e due controparti significative in Asia. Stati Uniti, Regno Unito, Hong Kong (HK) e Singapore (SG) si sono dimostrati le scelte ideali per l'investimento immobiliare.

Il mercato statunitense, essendo il mercato immobiliare più sicuro al mondo, più maturo e trasparente, è una scelta apparente. Il Regno Unito, invece, è un'economia mondiale e si è rivelato il più grande mercato immobiliare europeo; i due mercati asiatici, HK e SG, hanno goduto di una crescita economica notevolmente rapida nell'ultimo decennio e hanno stabilito track record di investimenti immobiliari e società di sviluppo cartolarizzate nei loro mercati dei capitali.

2.3 INVESTIMENTO IMMOBILIARE DIRETTO

Dopo aver analizzato la situazione in Inghilterra e aver distinto l'investimento immobiliare diretto da quello indiretto, si passa ad analizzarli entrambi in modo più specifico.

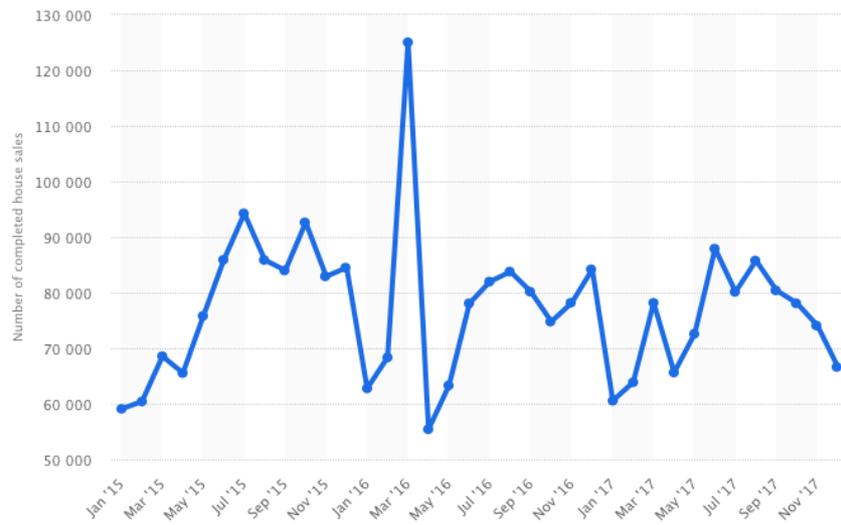
Come già sottolineato, l'investimento immobiliare diretto avviene tramite l'acquisto diretto del bene immobile.

Per quanto riguarda il Regno Unito, in questo Paese i prezzi delle abitazioni sono tra i più alti d'Europa, essendo più che raddoppiati nell'arco di 10 anni. Il costo di un metro quadro al centro di Londra si aggira, infatti, intorno ai 18mila euro, la seconda cifra più alta del continente dopo Montecarlo (24.9 mila euro).

Va inoltre tenuto in considerazione il forte aumento dei prezzi registrato nella capitale (pari al 14% rispetto al 2005).

Il grafico seguente (figura 1) rappresenta una statistica che mostra i volumi mensili di vendita delle case completati in Inghilterra e Galles da gennaio 2015 a dicembre 2017. A dicembre 2017, è stato riscontrato che il numero di vendite di case completate ammontava a oltre 66 mila. Le vendite più elevate di qualsiasi mese in questo periodo sono state 125.046 a marzo 2016.

Figura 2.2 – Vendite di case nel Regno Unito (2015-2017)

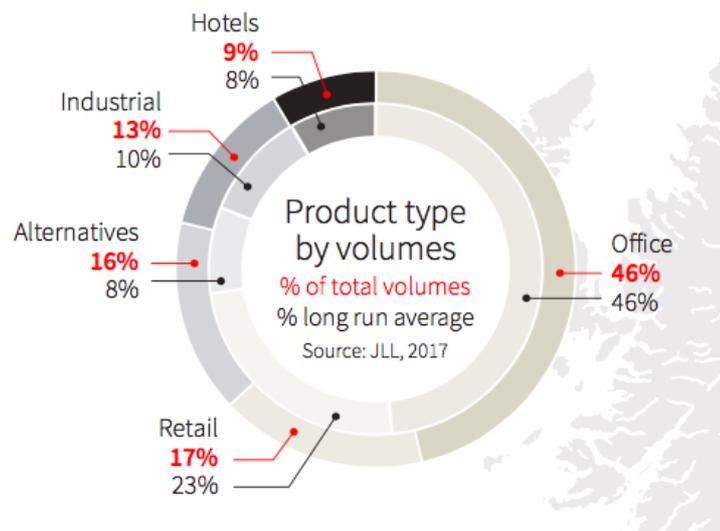


Fonte: © Statista 2018 (<https://www.statista.com/statistics/290623/uk-housing-market-monthly-sales-volumes/>)

Dopo aver registrato il volume massimo di negoziazioni sulle case a Marzo 2016, il mercato ha registrato una decisiva decrescita in parte ascrivibile al rallentamento dell'attività nel periodo post Brexit.

L'ultima indagine effettuata da JLL nel 2017, però, ha dimostrato che gli investitori rimangono diffidenti nei confronti dei rischi associati alla Brexit e questo continua a smorzare le aspettative sul rendimento totale.

Figura 2.3 – JLL. (2017). UK CAPITAL MARKETS REPORT



Nel 2017 l'investimento immobiliare diretto ha toccato 17,1 miliardi di sterline nel terzo trimestre, più del doppio dell'importo nel terzo trimestre 2016, portando l'investimento immobiliare diretto a inizio 2017 a 42,7 miliardi di sterline.

Dopo un breve periodo nell'immediato referendum dell'UE, gli investimenti di Londra hanno visto i volumi in ripresa nel primo semestre, con un fatturato robusto di 8,0 miliardi di sterline, il 21% in più rispetto al totale del primo semestre 2016.

In figura 3 viene presentata la percentuale in termini di volumi di investimento di ciascun settore, con lo scopo di analizzarne ciascuno in modo più approfondito.

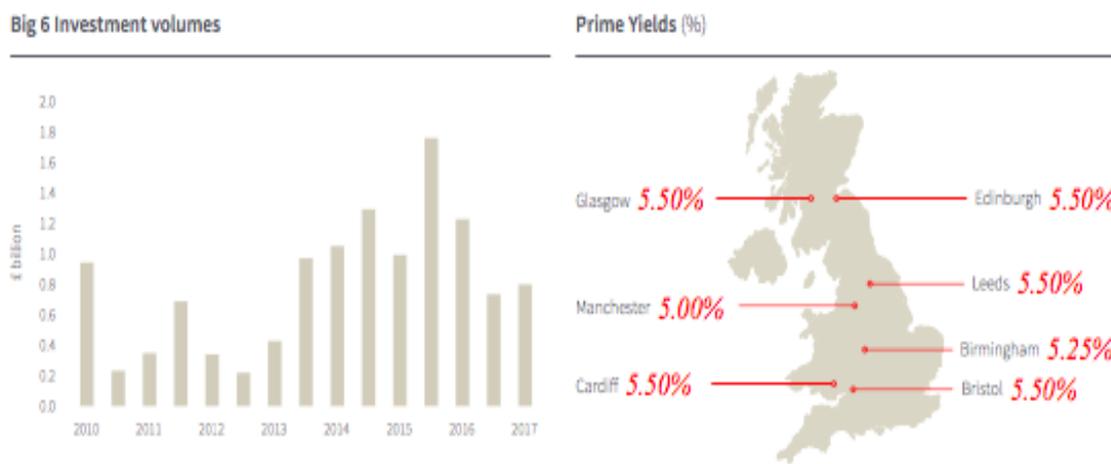
UFFICI

Il settore uffici è cresciuto rapidamente nel 2017, in particolare nel centro di Londra. Questo, infatti, rappresenta ancora la maggior parte dei volumi negli investimenti con il 46% del volume totale investito.

Gli investitori continuano ad essere positivi e resilienti all'incertezza economica e politica, sebbene il primo semestre abbia visto un numero di acquirenti più concentrato. I rendimenti sono rimasti stabili al 3,5% per i lotti di piccole dimensioni nel West End e al 4,25% nella City.

In particolare, tale settore vede protagonisti le cosiddette bix six: Birmingham, Bristol, Edimburgo, Glasgow, Leeds e Manchester che hanno registrato volumi significativi come evidente dalla figura seguente.

Figura 2.4 – JLL. (2017). UK CAPITAL MARKETS REPORT



RETAIL

I volumi di investimenti al dettaglio nel Regno Unito hanno totalizzato £ 4,4 miliardi nel primo semestre dell'anno, con un aumento del 17% rispetto al periodo equivalente del 2016 e del 4% rispetto alla media su 10 anni.

Il Regno Unito è stato il più grande mercato di investimento in Europa nel primo semestre, rappresentando il 20% dei volumi totali, poco prima della Germania.

I volumi di investimenti al dettaglio nel Regno Unito rappresentano il 37% dell'investimento totale con un numero sempre maggiore di operatori esteri che investono sul mercato.

Figura 2.5 – JLL. (2017). UK CAPITAL MARKETS REPORT



Il centro di Londra ha visto una robusta negoziazione, con volumi sostanzialmente invariati rispetto ai livelli del 2016. Oltre l'80% degli investimenti proviene da capitali esteri, a dimostrazione dell'attuale attrazione globale della capitale del Regno Unito.

INDUSTRIALE

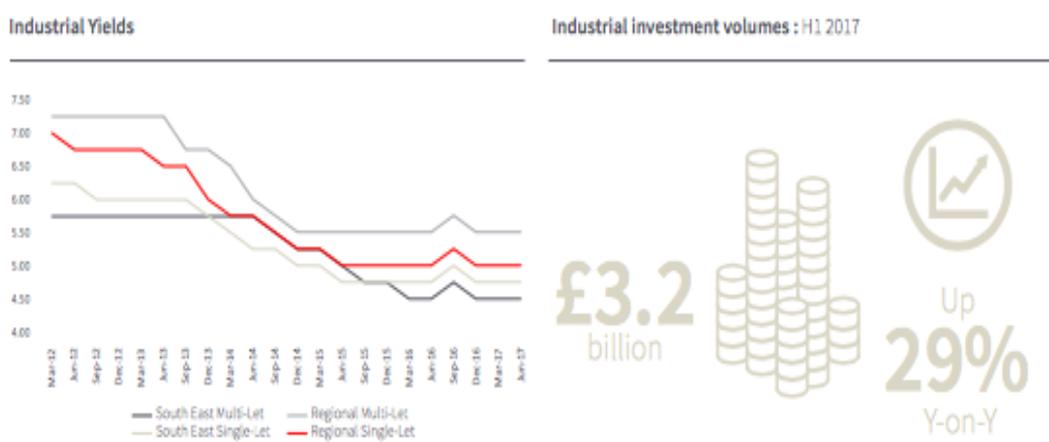
I volumi di investimenti industriali ammontavano a 3,2 miliardi di sterline nel primo semestre del 2017, con un aumento del 70% rispetto al 2016. L'interesse degli investitori è stato particolarmente forte nel primo semestre 2017, dove i volumi nel primo semestre di quest'anno sono aumentati del 21% rispetto alla media semestrale quinquennale.

Un certo numero di transazioni di portafoglio sono state fatte quest'anno sia per le transazioni multi-let che per quelle a semplice affitto. Le vendite del portafoglio sono ammontate a oltre 1 miliardo di sterline nel primo semestre 2017.

I volumi di investimento nel primo semestre 2017 hanno registrato il totale semestrale più alto negli ultimi due anni e mezzo, a dimostrazione del forte interesse che questo settore sta attualmente ricevendo.

Il mercato industriale e logistico continua a rimanere altamente attraente per gli investitori, con la domanda nel settore multi-let che continua a provenire da investitori istituzionali. Il settore logistico sta guadagnando interesse sia dai capitali nazionali che internazionali, cosa che rende plausibile ipotizzare un forte aumento dei rendimenti futuri in questo settore.

Figura 2.6 – JLL. (2017). UK CAPITAL MARKETS REPORT



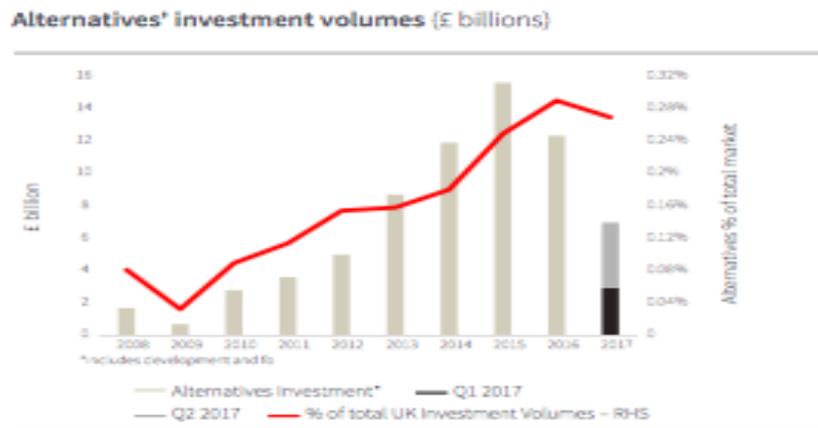
ALTERNATIVO

L'appetito degli investitori per gli investimenti alternativi continua a crescere e un rilevante numero di operazioni di alto profilo ha contribuito a più di £ 4,5 miliardi investiti nel secondo trimestre dell'anno. Secondo JLL, i volumi di affari nel 2017 supereranno i 15 miliardi di sterline, facendo corrispondere il record del 2015 in termini di volume.

Gli alloggi per studenti continuano ad attrarre flussi di capitali da vari tipi di investitori, con il capitale istituzionale che ora sta diventando più attivo nel settore, a seguito dell'acquisto di Liberty Living, il secondo maggior fornitore di alloggi per studenti dietro Unite.

Si prevede quindi che i volumi di investimento in questo settore rimangano elevati.

Figura 2.7 – JLL. (2017). UK CAPITAL MARKETS REPORT



Uno dei principali vantaggi del settore alterantivo è che, per molti dei settori, i principali motori della crescita si basano su cambiamenti demografici, tecnologici o strutturali, a differenza dei settori commerciali più tradizionali come la vendita al dettaglio e l'industria, che sono maggiormente esposti alle incertezze economiche e politiche.

HOTEL

L'indebolimento della sterlina dopo il voto sulla Brexit ha favorito gli hotel in tutto il Regno Unito nel 2017, con un numero di visitatori che ha raggiunto i 40 milioni, 6% in più rispetto al 2016. Questo ha permesso agli albergatori di aumentare i tassi medi di circa 5% nel 2017. Nonostante ciò, l'incertezza sulla Brexit e il rallentamento dell'economia del Regno Unito potrebbero ridurre le visite commerciali e frenare la spesa interna.

Figura 2.8 – JLL. (2017). UK CAPITAL MARKETS REPORT



A Londra, l'aggiunta di 7.800 nuove camere d'albergo fa pressione sulle prestazioni degli hotel, tuttavia, si spera che l'aumento dell'attività turistica possa controbilanciare questo fattore.

Il mercato istituzionale nel Regno Unito ha investito molto negli hotel in affitto per tutto il 2017.

Il risultato ha visto un certo numero di rendimenti essere raggiunti non solo all'interno della City di Londra, ma anche a livello regionale, dal momento che la domanda continua a esaurirsi e guardando al 2018, non vi è alcun segno che la domanda diminuisca.

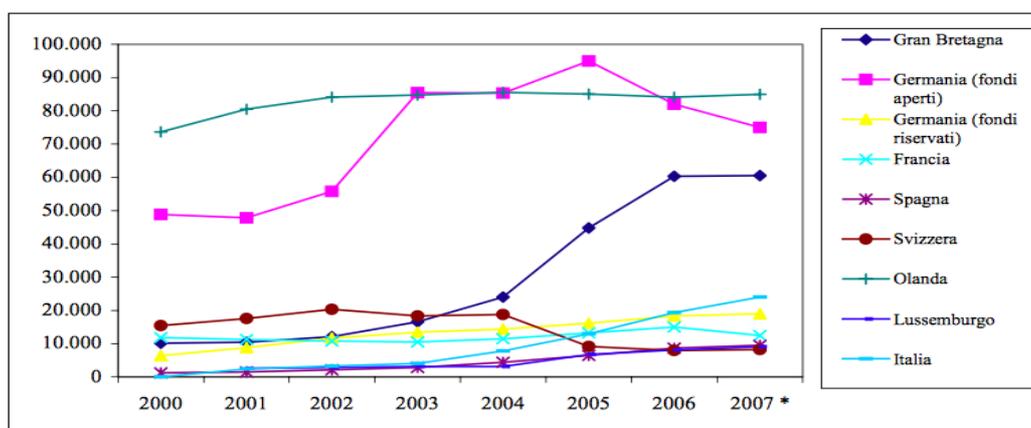
2.4 INVESTIMENTO IMMOBILIARE INDIRETTO

L'investimento immobiliare indiretto comporta l'acquisto di azioni in un fondo o in una società pubblica o privata di investimento immobiliare (ad esempio REIT¹⁰).

I fondi immobiliari, anche se nati più tardi rispetto all'investimento immobiliare diretto, si sono enormemente sviluppati e hanno acquisito un'elevata importanza.

L'Inghilterra, a partire dal 2006, ha registrato un aumento significativo dei fondi immobiliari inglesi, il cui numero è passato da 53 del 2005 a 60. La crescita ha riguardato tutte le tipologie di fondi, ma è stata particolarmente vistosa con riferimento a quelli specializzati, che offrono rendimenti mediamente elevati. Tra questi 60 fondi operativi, 53 erano Puts e 7 managed funds. Tra i Puts, 21 sono fondi bilanciati e 32 specializzati.

Figura 2.9-Andamento del patrimonio dei fondi immobiliari inglesi



Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

¹⁰ Il REIT (Real Estate Investment Trust o Fondo di investimento immobiliare) è una società che possiede, gestisce o finanzia immobili a reddito. Affinché un'azienda possa qualificarsi come REIT, deve soddisfare alcune linee guida normative. I REIT operano spesso su importanti mercati come gli altri titoli e offrono agli investitori una partecipazione liquida nel settore immobiliare.

Come evidente dal grafico riportato di sopra (Figura 2.9) i fondi immobiliari inglesi hanno riscontrato un decisivo aumento del patrimonio alla fine del 2006: il loro patrimonio complessivo ha raggiunto un ammontare di circa a 41 miliardi di sterline, equivalenti a 60 miliardi di euro, appartenenti per il 32,4 per cento ai Puts bilanciati, per il 47,6 per cento a quelli specializzati e per il restante 20 per cento ai managed funds.

Il fondo di maggiori dimensioni è il Norwich Put, che ha un patrimonio del valore di circa 3,8 miliardi di sterline, pari a oltre 5,6 miliardi di euro.

Per quanto riguarda i *Real Estate Investment Funds*, il regime REIT britannico è stato introdotto il primo gennaio 2007 ed è relativamente nuovo rispetto ai regimi più consolidati degli Stati Uniti e dell'Australia, ad esempio.

I REIT sono società che possono possedere e gestire portafogli di proprietà immobiliari. Pertanto, per i REIT tradizionali, in sostanza, si investe nella redditività operativa del locatore e non direttamente nelle attività sottostanti stesse.

Queste società investono nella maggior parte dei tipi di proprietà immobiliari, inclusi uffici, condomini, magazzini, centri commerciali, strutture mediche, centri dati, torri cellulari, infrastrutture e alberghi. La maggior parte dei REIT si concentra su un particolare tipo di proprietà, ma alcuni contengono più tipi di proprietà nei loro portafogli.

In Inghilterra gli emendamenti alla principale normativa REIT sono entrati in vigore il 17 luglio 2012, eliminando alcuni ostacoli all'ingresso e incoraggiando ulteriormente gli investimenti indiretti nelle proprietà del Regno Unito.

Alcune società immobiliari del Regno Unito si sono convertite allo stato REIT, e un certo numero di queste società di recente costituzione ha realizzato posizioni pubbliche iniziali, utilizzando i proventi per acquisire beni immobiliari. Ciò ha rappresentato un'importante fonte di investimento per il settore immobiliare del Regno Unito, anche recentemente in settori secondari come magazzini di logistica e alloggi per studenti.

In Gran Bretagna, quindi, i REIT svolgono un ruolo di vitale importanza. I REIT britannici, infatti, offrono una serie di importanti vantaggi a società e investitori. Inoltre, poiché sono quotati sul mercato principale, godono anche di tutti gli altri vantaggi associati ai mercati azionari di Londra.

Tra i benefici che apportano alle aziende si ritrovano:

- struttura fiscale efficiente;

- accesso a nuovo capitale;
- rendimento potenzialmente più vicino al Valore patrimoniale netto (NAV);
- valuta di acquisizione.

Tra i vantaggi che apportano agli investitori è possibile, invece, riscontrare:

- fiscalità trasparente;
- rendimenti potenzialmente ad alto rendimento;
- accesso alla proprietà per esborso minimo;
- ingranaggi bassi / controllati;
- diversificazione del portafoglio (bassa correlazione a titoli azionari e obbligazioni);
- liquidità – facilità di acquisto / vendita;
- forte governo societario.

Ci sono un certo numero di condizioni di qualificazione che un'azienda deve soddisfare per diventare UK-REIT. Queste condizioni di qualifica, come determinato da HMRC¹¹, rientrano in 3 categorie: condizioni della società, condizioni di affari di proprietà di proprietà e condizioni di equilibrio di affari.

In particolare, un potenziale UK-REIT deve svolgere un'attività di noleggio di proprietà immobiliari che può essere un'attività di investimento immobiliare nel Regno Unito o un'attività d'investimento immobiliare all'estero. Almeno il 75% degli utili del gruppo deve derivare da tale attività di noleggio di proprietà e almeno il 75% delle attività lorde del gruppo deve comprendere attività o denaro contante nel settore degli affitti di proprietà.

Per quanto riguarda l'aspetto della liquidità, tutti i REIT devono essere ammessi alla negoziazione in una borsa riconosciuta (che ora include AIM e il Segmento del Fondo specializzato del mercato principale) e non devono essere una società di investimento a capitale aperto (OEIC¹²). Gli investitori possono abbandonare il proprio investimento in

¹¹Her Majesty's Revenue and Customs (HMRC) è un dipartimento governativo non ministeriale del Regno Unito responsabile per la riscossione delle imposte, il pagamento di alcune forme di sussidi statali e l'amministrazione di altri regimi regolatori incluso il salario minimo nazionale.

¹² Una società di investimento di tipo aperto (OEIC – Open Ended Investment Company) è un tipo di società o fondo nel Regno Unito strutturato per investire in altre società con la capacità di adeguare costantemente i suoi criteri di investimento e la sua dimensione. Le azioni della società sono quotate alla

un REIT, alienando le proprie azioni sul mercato, a differenza di un OEIC in cui le quote devono essere rimborsate dal fondo.

Circa il rendimento dei REIT, questi sono tenuti a distribuire almeno il 90 per cento dei profitti derivanti dalla loro attività di noleggio di proprietà qualificate. I REIT le cui attività sottostanti sono proprietà di leasing a lungo termine per gli inquilini con un patto forte possono fornire un reddito locativo a lungo termine che è poi richiesto di essere trasferito agli azionisti sotto forma di dividendi, insieme al potenziale di apprezzamento del capitale. In ambienti a basso interesse, le azioni REIT possono quindi essere particolarmente interessanti per generare investitori

Nel Regno Unito i veicoli di investimento indiretto immobiliare sono, ormai, piuttosto diffusi e diverse sono le strutture a disposizione degli investitori. Sono disponibili strumenti regolamentati dalle autorità nazionali o da autorità irlandesi o delle isole Jersey con struttura societaria o patrimoniale¹³. È possibile trovare società a responsabilità limitata, limited partnership (LP), *UK Property Unit Trust* - sia nella forma authorised (APUT) che non authorised - e *Jersey off-shore Unit Trust* (JPUT), di solito riservata agli investitori qualificati.

Queste strutture possono essere di tipo aperto o chiuso: le strutture aperte contengono nell'atto costitutivo la disciplina – in termini di tempistica e valore – della liquidazione delle quote. Per le strutture aperte il gestore del fondo di solito offre un servizio di ricerca della controparte per gli investimenti/disinvestimenti.

Gli APUT, essendo disponibili per gli investitori al dettaglio, sono soggetti alle normative più stringenti e a supervisione da parte dell'autorità di vigilanza (Financial Service Authority – FSA) avendo anche la possibilità di quotazione in borsa.

Il legislatore fiscale prevedeva che l'APUT non fosse soggetto a ritenute fiscali, che fosse esente da tassazione sulle plusvalenze e beneficiasse di un trattamento preferenziale (un'aliquota allo 0,5% invece che al 4% del valore delle proprietà) per l'imposta di registro (Stamp Duty Land Tax – SDLT).

Contemporaneamente all'introduzione dei REIT in Inghilterra nel 2007, è stato abolito il privilegio fiscale degli APUT, quindi sia APUT che UK-REIT saranno soggetti all'imposta di registro per il trasferimento dei cespiti ad aliquota ordinaria.

Borsa di Londra e il prezzo delle azioni si basa in gran parte sulle attività sottostanti del fondo. Questi fondi possono combinare diversi tipi di strategie di investimento come reddito e crescita, small cap e large cap.
13 Il trust non è una entità giuridica separata, ma un patrimonio amministrato dai trustees a favore dei beneficiari.

Come evidenziato dalla Borsa di Londra (*LONDON STOCK EXCHANGE*), l'introduzione di REIT britannici porterà nel tempo a una maggiore proporzione di ingresso nei mercati pubblici, offrendo agli investitori una scelta più ampia e l'accesso a prodotti di alta qualità in forma attraente, fiscale e liquida e la posizione consolidata della Borsa Valori di Londra indica la potenzialità di diventare un centro globale per i REIT. In Inghilterra, come anche in altre parti del mondo, Borghi (2006) sostiene che i fondi immobiliari hanno rilevato e continuano a rilevare un elevato grado di successo. I dati confermano che l'interesse verso questa categoria sta crescendo sempre di più. Il patrimonio, al 30 giugno 2005 ha superato gli 8,3 miliardi di euro (con una crescita pari al 52% in 12 mesi e al 179% in tre anni), a testimonianza che il settore è molto vivace. Fino ad oggi i fondi immobiliari hanno rappresentato una valida alternativa all'acquisto diretto di immobili e anche per il futuro le due scelte di investimento si completeranno a vicenda. Se inizialmente questa possibilità era più impiegata dagli istituzionali, a causa del carattere chiuso dei fondi immobiliari, ora anche i piccoli risparmiatori possono accedere più facilmente al mercato indiretto, grazie alla comparsa dei fondi semi-aperti.

2.5 INVESTIMENTO IMMOBILIARE: VANTAGGI E RISCHI

All'inizio degli anni duemila si è assistito a forti contrazioni di valori di altre *asset class* che hanno messo in luce la necessità di allocare una parte della ricchezza al settore immobiliare, con il fine di diversificare il patrimonio e diminuire il rischio.

Oggi l'investimento immobiliare si è decisamente sviluppato e rappresenta una parte significativa dei portafogli istituzionali, poiché viene appunto usato anche come strumento di diversificazione del rischio.

Webb e O'Keefe (2002), infatti, suggeriscono che tale settore comprende il 10-20 per cento delle azioni, delle obbligazioni e degli immobili capitalizzati totali nei paesi sviluppati.

Recentemente, studi di settore prodotti da importanti consulenti di investimento, tra cui Henderson Investors (2000), Prudential (1988 e 1990), Jones Lang LaSalle, hanno tutti sostenuto che il settore immobiliare internazionale dovrebbe essere il prossimo livello per l'investitore istituzionale.

Negli ultimi 20 anni, è stata completata una significativa quantità di ricerche incentrate sugli immobili internazionali come risorsa alternativa e, nella maggior parte dei casi, i risultati hanno concluso che gli immobili internazionali hanno fornito vantaggi in termini

di diversificazione e gli investitori non dovrebbero ignorare questa classe di attività nel prendere decisioni sull'*asset allocation*. Poiché il settore immobiliare non è negoziato direttamente su un mercato centralizzato, il mercato immobiliare fisico è caratterizzato da una relativa mancanza di liquidità, grandi dimensioni del lotto e alti costi di transazione con proprietà eterogenee. La scarsa trasparenza del mercato immobiliare genera anche potenziali informazioni asimmetriche. Come sostenuto da Georgiev (2002), infatti, la potenziale esistenza di informazioni asimmetriche fornisce anche una fonte di alto rischio relativo.

In aggiunta, nonostante quello immobiliare sia un mercato differente, come gli altri investimenti il suo rendimento passato è indicativo, ma non presuppone la possibilità di verificarsi e essere replicato per il futuro.

Pertanto, il rischio di un investimento immobiliare sussiste nel breve termine e, chiaramente, in caso di eventuali crisi nel settore, si assiste al rialzo dei tassi di interesse e difficoltà di accesso ai mutui.

Nel corso degli anni, sono state completate ulteriori analisi e gli studi dimostrano che esiste un fattore continentale comune e fattori regionali che dovrebbero essere considerati nella strategia d'investimento immobiliare. Questi studi concludono che le decisioni di investimento non dovrebbero essere prese esclusivamente su base geografica, come spesso avviene. Altri studi si sono concentrati sulla comparazione della classe di attivi immobiliari diretti con altri investimenti, principalmente i mercati azionari nei vari paesi. Anche in questo caso, la maggior parte degli studi conclude che esistono effettivamente benefici di diversificazione poiché i mercati non sono perfettamente correlati, ma il grado di somiglianza varia a seconda dei paesi analizzati.

Anche grazie al fatto che è spesso ritenuto strumento di diversificazione del rischio, il settore degli immobili ha acquistato sempre una maggiore importanza andando avanti nel tempo, rendendo evidente l'esigenza di portare avanti specifici studi e analisi sugli investimenti e sui mercati immobiliari.

In passato, infatti, a livello mondiale esistevano pochissimi indici dei prezzi e della *performance* dell'immobiliare commerciale e a ciò si aggiungeva il fatto che gli unici disponibili riguardassero Stati Uniti, Regno Unito e qualche altro Paese anglosassone.

La situazione oggi è decisamente differente tanto che tali indici sono diffusi nella maggior parte dei Paesi sviluppati ed è quindi possibile costruire indicatori di performance

immobiliare per le analisi di mercato e soprattutto per analisi di *benchmarking*¹⁴ (Hoesli e Morri - 2010).

Oltre agli indici, negli anni Novanta si sono molto sviluppati anche i metodi di valutazione dei beni immobiliari. Un esempio lampante è l'utilizzo del criterio finanziario con l'attualizzazione dei flussi di cassa (oramai ampiamente diffuso nella valutazione di immobili commerciali).

Lo sviluppo del mercato immobiliare ha portato anche a una maggiore affidabilità dei dati immobiliari, in particolare per quanto riguarda la misurazione del rischio di tali investimenti e la considerazione dei vincoli degli investitori. Diretta conseguenza di ciò è rappresentata dal fatto che la trasposizione dei modelli di allocazione ottimale delle risorse agli investimenti immobiliari ha guadagnato molta credibilità negli ultimi venti anni.

Nonostante i vantaggi precedentemente esposti, storicamente il settore immobiliare è stato contraddistinto da una particolare ciclicità e ha visto lo scoppio di bolle finanziarie non indifferenti. Esempio lampante e sicuramente di maggior valenza è quello della bolla scoppiata negli Stati Uniti nel 2008, come brevemente esposto nel primo capitolo.

Gli immobili sono attività a lunga scadenza con mercati secondari ben sviluppati, caratteristiche che permettono la formazione di bolle speculative nei prezzi. Lo sgonfiamento delle bolle riduce la capacità dei debitori di ripagare i prestiti e infligge perdite ai creditori. Sono proprio le bolle scoppiate nei mercati mobiliari che hanno originato le gravi crisi e hanno portato all'instabilità finanziaria in Stati Uniti, Gran Bretagna, Irlanda e Spagna.

Quindi, è evidente come da sempre questo settore abbia manifestato un certo squilibrio intaccando l'economia, cosa che non si può dire passata, anzi tutt'ora presente. Come sostenuto da Hoesli e Morri (2010), infatti, l'attuale situazione economica a livello globale, iniziata con la crisi dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti e propagatasi nel resto delle economie, mostra che tali eventi purtroppo non fanno parte soltanto del passato.

L'eccesso dell'indebitamento ha portato poi a una crisi che ha coinvolto anche il settore immobiliare che, rappresentando circa un terzo della ricchezza mondiale, vede di conseguenza l'esigenza di intervenire in tale mercato con strumenti appropriati e completa conoscenza circa il suo funzionamento.

¹⁴ L'analisi di *benchmarking* consiste nel confrontare la *performance* realizzata da un gestore di un portafoglio immobiliare con quella ottenuta dal mercato, che in tal modo diventa anche più trasparente.

Una delle caratteristiche peculiari del mercato immobiliare è, senza dubbio, la drammatica variazione dei prezzi reali e del volume delle vendite. Esempio lampante sono gli Stati Uniti, dove le vendite totali di case sono aumentate da 1,6 milioni nel 1970 a 3,8 milioni nel 1979 fino ad avere un decisivo calo del 50% nel 1982 (National Association of Realtors - 1993). Nello stesso periodo, i prezzi reali sono aumentati del 41% per poi diminuire di quasi un settimo e, dato che il portafoglio della maggior parte delle famiglie è concentrato per lo più nel settore immobiliare, queste fluttuazioni hanno delle implicazioni non indifferenti.

Da ciò si potrebbe dedurre la presenza di una correlazione positiva tra il prezzo e i volumi di vendita in questo mercato, come sostenuto anche da Genesove e Mayer (1994).

Se l'investimento immobiliare incontra una diretta correlazione tra volume e vendite, è possibile trovarne una anche tra il mercato immobiliare stesso e le crisi bancarie.

Infatti, Herring e Wachter sottolineano come l'aumento del prezzo degli immobili può aumentare il valore economico del capitale bancario nella misura in cui le banche possiedono proprietà immobiliari.

Un calo del prezzo degli immobili, infatti, ridurrà direttamente il capitale bancario riducendo il valore del patrimonio immobiliare della banca e il valore dei prestiti garantiti da immobili, cosa che potrebbe portare a insolvenze, che ridurranno ulteriormente il capitale.

Il mercato immobiliare è, quindi, strettamente legato alle banche e alla finanza. Gli investimenti in immobili sono generalmente finanziati con debito e la leva è solitamente elevata. Nei principali paesi avanzati, inoltre, più della metà dei prestiti bancari finanziano la costruzione, la manutenzione, l'acquisto o l'amministrazione di immobili. Di conseguenza, è possibile affermare che dal settore immobiliare dipende una parte rilevante sia dei ricavi che dei rischi delle banche.

Sia gli investimenti diretti che quelli indiretti hanno importanti problemi di misurazione associati ad essi. Come sostenuto da Georgiev (2002), in seguito alla sua analisi, l'investimento immobiliare diretto può fornire alcuni vantaggi di diversificazione a titoli e obbligazioni. L'investimento immobiliare diretto si è rivelato uno strumento di diversificazione del rischio nei portafogli e, anche per questo, si è diffuso in modo sempre maggiore accrescendo i fondi notevolmente (come mostrato anche in Figura 1).

Ross and Webb (1985) sono stati tra i primi ricercatori a considerare i vantaggi della diversificazione dall'aggiunta di immobili internazionali diretti a un portafoglio di investimenti a beni misti. La conclusione di tale analisi ha mostrato che il settore

immobiliare ha un rischio meno sistematico rispetto alle attività finanziarie più tradizionali e, quindi, potrebbe essere uno strumento adeguato per la diversificazione.

L'investimento immobiliare diretto consente di scegliere l'appartamento e sceglierne la destinazione: uso personale, affitto, ufficio o altro scegliendo quindi la tipologia, il taglio e il prestigio dell'immobile.

Inoltre, uno dei vantaggi dell'investimento diretto è un maggiore controllo nel processo decisionale, in particolare quando si tratta dell'applicazione della strategia di investimento. Ad esempio, in un formato di investimento diretto, un investitore può selezionare immobili con criteri basati su posizione, tipo di prodotto (ufficio vs. industriale) o struttura (capitale privilegiato o debito) con piena trasparenza in una serie di informazioni sugli *asset*, inclusi inquilini, condizioni patrimoniali fisiche e operative, nonché informazioni sui principali attori coinvolti, tra cui la società operativa e il gestore patrimoniale. L'investimento diretto consente agli individui di investire in ciò che conoscono, che può variare in base a diversi criteri di valutazione.

Questi benefici appartenenti all'investimento immobiliare diretto, tuttavia, scompaiono una volta che altre classi di attività come hedge fund e materie prime vengono aggiunte al portafoglio.

Inoltre, il mercato immobiliare diretto non è omogeneo e i settori *Apartment* e *Hotel* presentano dei risultati superiori rispetto al resto del mercato.

Portare a termine l'acquisto e la vendita di un appartamento comporta alcuni costi non indifferenti oltre all'impiego di vario tempo. È comprensibile, quindi, come un investimento diretto di immobili, generalmente, possa avere un senso solo se viene effettuato in un arco temporale adeguato, di solito non breve.

Nell'investimento immobiliare diretto occorre prendere in considerazione non solo la rivalutazione (o svalutazione) ma anche tutte le spese sostenute nel tempo, quali ristrutturazioni edilizie, la messa a norma dell'immobile (ad esempio dell'impianto elettrico), le imposte e le tasse che gravano sull'immobile, la produzione del reddito, le eventuali spese condominiali, le spese di manutenzione, eventuali spese di compravendita dell'agenzia immobiliare e gli onorari dovuti al notaio oltre alle altre imposte e tasse previste nella compravendita.

Un'altra tipologia di investimento in questo settore può essere quello che si ha con l'acquisto di immobili in asta, che però non è estremamente utilizzata poiché poco conosciuta e la scelta degli appartamenti è di solito più limitata rispetto alla normale compravendita immobiliare.

Negli ultimi anni un'innovazione nel settore immobiliare ha reso gli investimenti immobiliari diretti un'opzione per i privati, come componente di fondi a termine, rendite variabili e altre piattaforme di *asset allocation*. Il caso degli investimenti immobiliari commerciali diretti è ben consolidato e le soluzioni immobiliari innovative stanno iniziando a guadagnare terreno. Poiché i gestori di fondi e gli sponsor di piani con programmi di fondi personalizzati continuano ad aggiornare le loro strategie per una maggiore diversificazione e i rischi di azione, è probabile che i portafogli delle persone vedano una crescente allocazione agli immobili privati diretti.

Circa l'investimento indiretto, è possibile affermare che i fondi comuni di investimento immobiliare si sono dimostrati poveri sostituti degli investimenti diretti nel settore immobiliare. I loro ritorni, infatti, sembrano incorporare una componente significativa del mercato azionario. Si sono dimostrati, quindi, non adatti alla diversificazione di portafogli azionari e obbligazionari, a differenza dell'investimento immobiliare diretto. Per queste differenze si è spesso rimarcata la differenza tra i due tipi di investimento.

La *National Association of Real Estate Investment Trust* (NAREIT) fornisce indici di titoli immobiliari negoziati in borsa, che possono essere utilizzati in analisi e ha notato la mancanza di correlazione tra l'investimento diretto e quello indiretto.

La ricerca ha dimostrato che gli immobili finanziari sono una rappresentazione inadeguata del mercato fisico sottostante (Moss, 1997). I rendimenti sui REIT sono quasi non correlati con i rendimenti nel mercato diretto: sono più strettamente correlati ai mercati azionari rispetto ai mercati immobiliari. Lizieri e Ward (2000), infatti, riportano coefficienti di correlazione contemporanei tipici nell'intervallo 0,65-0,80, cosa che dimostra la presenza di una componente azionaria significativa nei rendimenti finanziari immobiliari.

Nonostante tali dimostrazioni, ci sono stati ricercatori che hanno invece riscontrato in passato una evidente correlazione tra il mercato immobiliare diretto e indiretto.

Infatti, Morawski (2008) ha esaminato le prove di integrazione tra patrimonio immobiliare diretto e indiretto negli Stati Uniti e nel Regno Unito utilizzando dati trimestrali dal 1978 al 2006. Tale studio si è basato su un'analisi di cointegrazione per determinare se i beni immobiliari diretti e indiretti si muovessero insieme a lungo termine. I risultati hanno rivelato che esiste un rapporto di correlazione tra i beni immobiliari diretti e indiretti in entrambi i paesi e che la performance degli immobili indiretti sembrava aver condotto quella degli immobili diretti nel breve periodo. Sebastian e Schatz (2009), inoltre, hanno condotto un'analisi su un periodo più lungo, di

trent'anni (1978-2008) trovando ancora evidenze di correlazione tra i due tipi di investimento nel mercato inglese e statunitense.

2.6 CONCLUSIONI

La breve analisi del mercato immobiliare ha, innanzitutto, evidenziato come tale settore sia rilevante sia al livello globale che nel Regno Unito.

In particolare, in Gran Bretagna, però, il mercato immobiliare ha registrato un provvisorio picco nel periodo che ha immediatamente succeduto la decisione del *Leave*.

Si è presa poi in considerazione anche la distinzione (ancora oggi dibattuta) tra investimento immobiliare diretto e indiretto, sia nel Regno Unito che in modo più generale. Tale distinzione ha messo in evidenza le differenze, i vantaggi e i rischi derivanti da ciascuna forma di investimento.

È stato rilevato quanto il settore dell'immobiliare sia soggetto a rischi e a continui cicli economici. Ciò porta a concludere che, da una parte, può essere considerato un settore ad alto rischio. D'altra parte, però, è stato dimostrato quanto questo tipo di investimento possa essere usato come strumento di diversificazione in un portafoglio azionario, ovviamente prendendo in considerazione le differenze a livello di benefici tra investimento diretto e indiretto. È risultato, infatti, più rischioso investire in modo indiretto nel settore del mercato immobiliare, rispetto alla decisione di investire in modo diretto, data la mancata correlazione tra il mercato immobiliare diretto e gli altri tipi di *asset* in un portafoglio azionario.

CAPITOLO 3

IL MERCATO IMMOBILIARE E GLI EFFETTI DELLA BREXIT

3.1 INTRODUZIONE

L'analisi sul mercato immobiliare diretto e indiretto ha evidenziato i vantaggi e gli svantaggi derivanti da ognuno dei due tipi di investimento immobiliare.

In questo capitolo, pertanto, si procederà a capire quanto e come la Brexit abbia effettivamente ed empiricamente influenzato il mercato immobiliare.

Si sviluppa questa analisi partendo dai dati e dal campione considerati, fino a spiegare la metodologia utilizzata ed analizzare, infine, i risultati di tale studio.

A partire da settembre 2016, il settore immobiliare è un settore separato nel *Global Industry Classification Standard*¹⁵, cosa che dovrebbe incrementare l'attenzione degli investitori verso i REIT azionari quotati e le società immobiliari, aumentandone la visibilità. Questo, insieme ai recenti eventi come la crisi del debito europeo e la Brexit, causa maggiore incertezza e volatilità sui mercati dei capitali, soprattutto per quanto riguarda il settore immobiliare.

Questo capitolo ha lo scopo di sviluppare e rendere un'idea di possibili effetti dell'economia britannica, osservando come gli indici dei prezzi delle azioni di vari settori, di quello immobiliare in particolare, hanno reagito in seguito all'annuncio del risultato del referendum del 24 giugno.

Pertanto, andremo ad analizzare tali eventi tramite il Capital Asset Pricing Model (CAPM) adeguato per svolgere l'analisi di regressione multipla.

Utilizzeremo, per comprendere questi effetti, anche i dati giornalieri degli indici immobiliari globali FTSE EPRA / NAREIT, focalizzando l'attenzione sull'Inghilterra.

Ovviamente questo studio presuppone che l'avvento della Brexit abbia immediatamente influenzato il mercato azionario inglese ed europeo.

¹⁵ I GICS (*Global Industry Classification Standard*) sono stati introdotti nel 1999 da MSCI in collaborazione con Standard & Poor's per stabilire un criterio accettato a livello mondiale per la classificazione settoriale delle industrie in modo tale da conferire maggior comparabilità alle ricerche e alle analisi svolte in diverse parti del mondo. La logica dei GICS prevede che ogni impresa venga classificata in un settore in funzione del proprio core business (misurato sulle voci contabili di ricavo).

In passato, molti studi hanno analizzato le performance azionarie arrivando alla convinzione comune che tutti i prezzi di borsa siano prevedibili.

Chan (2011) ha affermato che tali prezzi sembrano avere un'inversione giornaliera e persino annuale, oltre a una deriva mensile.

Anche Fama (1970) ha sostenuto che il prezzo di mercato efficiente "riflette pienamente" le informazioni che sono note sul mercato e che nessuna conseguenza empirica potrebbe effettivamente trasformare questa affermazione in falsa. Fama ha sostenuto la sua ricerca affermando le condizioni sufficienti per avere l'efficienza del mercato dei capitali.

La prima condizione è rappresentata dalla mancanza di costi di transazione nella negoziazione di titoli.

La seconda condizione è che tutti i partecipanti al mercato abbiano tutte le informazioni disponibili senza pagare alcun costo.

L'ultima condizione è che "tutti siano d'accordo sull'implicazione delle informazioni correnti sul prezzo corrente e sulle distribuzioni dei prezzi futuri di ciascun titolo".

Naturalmente, le condizioni sopra menzionate esistono in un mercato senza attrito che non può essere trovato nel mondo reale. Nonostante ciò, anche con alcune deviazioni, le condizioni sono sufficienti per garantire la riflessione delle informazioni sul prezzo della di un titolo.

Anche se l'ipotesi del mercato efficiente potrebbe essere utilizzata per supportare la ricerca, siamo ben consapevoli che si tratta solo di un'ipotesi e non è possibile utilizzarla come una prova reale dell'impatto che l'informazione ha sui prezzi.

Anche altri autori hanno recentemente studiato l'impatto delle notizie sui prezzi delle azioni.

Heston e Sinha (2016), per esempio, hanno usato 900.000 nuove pubblicazioni di notizie e indagato sul loro impatto sui prezzi delle azioni.

I risultati supportano la letteratura e le analisi precedenti rivelando che le notizie quotidiane predicono i prezzi delle azioni solo per uno o due giorni. Questi autori hanno anche scoperto che le notizie positive hanno un effetto positivo sulle azioni, mentre quelle negative producono l'effetto opposto alle precedenti.

Quindi, in un modo o nell'altro, le notizie hanno un forte impatto sui prezzi dei titoli azionari. Tuttavia, notizie diverse possono colpire i mercati anche prima che siano ufficialmente pubbliche o note.

Lo studio qui affrontato, trova ragione anche nel fatto che in passato è stato evidenziato come eventi grandi e mondiali di questo tipo abbiano influenzato il mercato in modo non indifferente.

Uno dei primi autori a osservare la reazione del mercato azionario dopo i grandi eventi mondiali è stato Niederhoffer (1971). Secondo lui, "I grandi cambiamenti sono sostanzialmente più probabili in seguito agli eventi mondiali, piuttosto che in giorni selezionati casualmente." Inoltre, egli afferma anche che è possibile rilevare prestazioni anormali significative nei due giorni che seguono immediatamente un grande evento mondiale. L'autore raccolse circa 20 titoli all'anno nel periodo 1950-1966 basando il suo studio sulla costruzione di diciannove categorie di eventi che, supportate da teoria e storia, avrebbero potuto avere un impatto significativo sull'andamento dei corsi azionari.

Anche Merrill (1966) ha affermato che il mercato ha alcuni momenti decisamente negativi immediatamente dopo eventi di grande entità.

Tenendo a mente questa premessa, quindi, vedremo se i risultati derivanti dalla seguente analisi saranno in accordo con le affermazioni e prove passate.

3.2. I DATI E IL CAMPIONE

Per procedere a tale studio, vengono presi in considerazione per prima cosa i rendimenti mensili degli indici FTSE EPRA / NAREIT UK relativi al mercato immobiliare nello specifico. L'indice FTSE EPRA / NAREIT UK è un sottogruppo dell'indice FTSE EPRA / NAREIT¹⁶ ed è progettato per tenere traccia delle performance delle società immobiliari e dei REIT quotati nella Borsa di Londra.

Le statistiche descrittive relative all'indice sono mostrate nei grafici e nelle tabelle seguenti che indicano che i rendimenti mensili degli indici FTSE EPRA / NAREIT UK sono molto volatili durante la crisi finanziaria.

È evidente come nel periodo della Brexit la performance dei titoli immobiliari FTSE EPRA/NAREIT UK sia decisamente diminuita in termini di rendimento totale, mentre la volatilità ha riscontrato un evidente aumento.

¹⁶ La serie di indici immobiliari globali FTSE EPRA / NAREIT è progettata per rappresentare le tendenze generali delle azioni immobiliari ammissibili in tutto il mondo. L'indice FTSE EPRA / NAREIT UK è un sottogruppo dell'indice FTSE EPRA / NAREIT ed è progettato per tenere traccia delle performance delle società immobiliari e dei REIT quotati nella Borsa di Londra.

Figura 3.1

5-Year Performance - Total Return

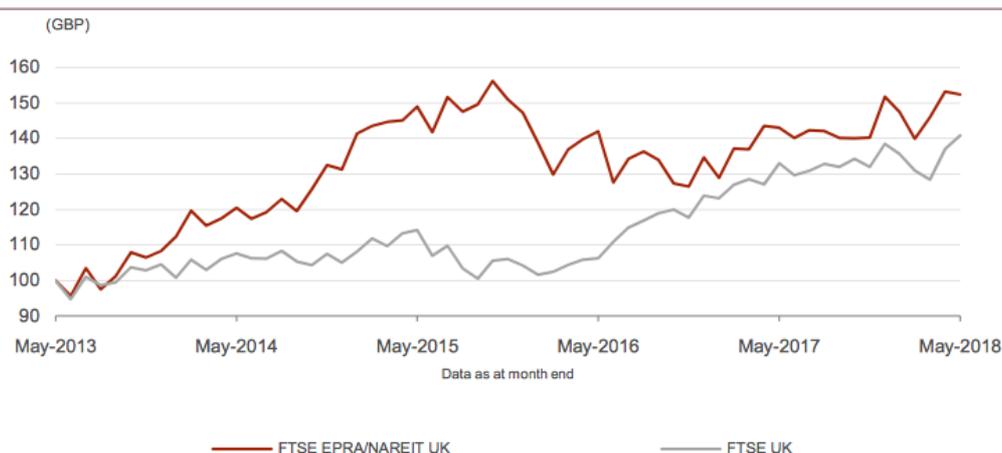


Tabella 3.2

Performance and Volatility - Total Return

| Index (GBP) | Return % | | | | | | Return pa %* | | Volatility %** | | |
|---------------------|----------|-----|-----|-----|------|------|--------------|-----|----------------|------|------|
| | 3M | 6M | YTD | 12M | 3YR | 5YR | 3YR | 5YR | 1YR | 3YR | 5YR |
| FTSE EPRA/NAREIT UK | 8.9 | 8.7 | 0.4 | 6.6 | 2.3 | 52.4 | 0.8 | 8.8 | 11.2 | 17.7 | 14.5 |
| FTSE UK | 7.5 | 6.8 | 1.8 | 5.9 | 23.4 | 40.9 | 7.2 | 7.1 | 9.8 | 14.1 | 10.5 |

* Compound annual returns measured over 3 and 5 years respectively

** Volatility – 1YR based on 12 months daily data. 3YR based on weekly data (Wednesday to Wednesday). 5YR based on monthly data

Fonte: FTSE EPRA/NAREIT UK Index - <http://www.ftse.com/Analytics/Factsheets/temp/e12df091-b519-44ae-acab-187ea9ab8d3e.pdf>

Per procedere all'analisi è stato considerato l'indice NAREIT con cui è possibile calcolare i rendimenti mensili dei titoli per cinque anni dal 2013 al 2018, in modo da vedere il cambiamento di tali rendimenti in questo arco temporale che comprende l'avvento della Brexit. I rendimenti sono calcolati su base mensile da giugno 2013 a maggio 2018.

Una volta calcolati i rendimenti mensili, si procede calcolando i ritorni anormali che, seguendo il modello di Ramiah, Martin e Moosa vengono adeguati al CAPM.

I dati utilizzati per il calcolo del rendimento atteso sono i seguenti:

- NAREIT rappresenta l'indice di riferimento relativo ai rendimenti del settore;
- FTSE 100 rappresenta, come spiegato, l'indice di riferimento per il mercato inglese¹⁷;
- BOND rappresenta la colonna dei rendimenti *free risk*
- MKT PREMIUM rappresenta il premio per il rischio calcolato come differenza il rendimento di mercato e il tasso privo di rischio;
- AR rappresentano i ritorni anormali adeguati al CAPM e quindi i rendimenti dei titoli immobiliari calcolati partendo dall'indice NAREIT di riferimento.

I dati sono stati scaricati dal sito Thomson Reuters e si è preso in considerazione sempre il periodo di tempo dal 2013 al 2018 su base mensile, sia per i tassi privi di rischio che per i rendimenti di mercato (tabella 3.3).

Di seguito troviamo la tabella 3.3 che indica media, massimo (MAX), minimo (MIN) e deviazione standard (DS) per ciascun valore.

Tabella 3.3

| | NAREIT | FTSE 100 | BOND | MKT PREMIUM | AR |
|---------------------|---------------|-----------------|-------------|--------------------|-------------|
| <u>MEDIA</u> | 0,61% | 0,37% | 0,03% | 0,35% | 0,58% |
| <u>MAX</u> | 11,43% | 8,69% | 11,57% | 15,50% | 19,54% |
| <u>MIN</u> | -17,63% | -10,20% | -12,69% | -11,27% | -20,00% |
| <u>DS</u> | 0.052135204 | 0,035128717 | 0,024229166 | 0,044556738 | 0,059339342 |

¹⁷ L'indice FTSE 100 è costituito dalle 100 principali società quotate al *London Stock Exchange*, ovvero il mercato azionario londinese. L'indice è calcolato e diffuso dal FTSE Group, società indipendente controllata dal Financial Times e dal London Stock Exchange.

La graduatoria dalla quale vengono scelte le prime 100 azioni viene stilata tenendo conto della capitalizzazione di mercato e di alcuni requisiti di eleggibilità.

La tabella 3.4 sottostante riporta, invece, le statistiche descrittive che derivano dalla retta di regressione utilizzata.

Tabella 3.4

| | <i>Coefficienti</i> | <i>DS</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> |
|-------------------|---------------------|-----------|---------------|----------------|
| Intercetta | 0.0020703 | 0.004565 | 0.45354317 | 0.651910379 |
| X1 | 0.9312057 | 0.146927 | 6.337860805 | 4.26515E-08 |
| DV | 0.2849905 | 0.20544 | 1.387218262 | 0.170871704 |

3.3 METODOLOGIA

Per condurre la ricerca, viene adottato un metodo di studio che si basa sull'evento accaduto. Ciò significa che si va ad indagare sull'evento in modo da testare se questo abbia o meno influito sugli stock di una particolare azienda o industria. (Campbell, Lo e MacKinlay, 1997).

Lo studio degli eventi può essere condotto in diversi modi e qui seguiremo la struttura di Campbell e MacKinlay.

Per procedere all'analisi, definiamo l'evento di interesse, che in questo caso, come già evidenziato, è quello della Brexit, poiché si tratta di un evento unico che non ha analogie nella storia economica moderna.

È importante poi definire la prestazione normale del titolo considerato. Infatti, secondo Strong, (1992), il calcolo del rendimento normale è di importanza cruciale per la corretta implementazione del modello.

In generale, il ritorno normale è il rendimento che ci si aspetterebbe se l'evento non si verificasse. (Campbell, Lo, Mackinlay, 1997).

I rendimenti normali attesi possono essere stimati in diversi modi. Ad esempio, MacKinlay (1997) suggerisce che gli approcci possono essere raggruppati in due categorie: modello statistico ed economico.

I modelli statistici non dipendono dalle condizioni economiche e presuppongono che i rendimenti delle attività siano indipendenti e identicamente distribuiti nel tempo.

D'altra parte, però, i modelli economici presentano una mancanza a livello di ipotesi statistiche.

A tale scopo, quindi, contrariamente alla maggior parte della letteratura precedente, per il calcolo dei rendimenti normali attesi verrà utilizzato il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model) a cui poi verranno adeguati i rendimenti anormali.

Il Capital Asset Pricing model è un modello matematico della teoria di portafoglio (H. Markovitz) pubblicato da William Sharpe nel 1964 e prende in considerazione il rendimento di uno stock e il suo rischio sistemico beta mettendoli in relazione tra loro.

Nella versione proposta da Sharpe e Lintner, l'equazione principale è:

$$1. E(r_i) = r_f + \beta^*(E(r_m) - r_f)$$

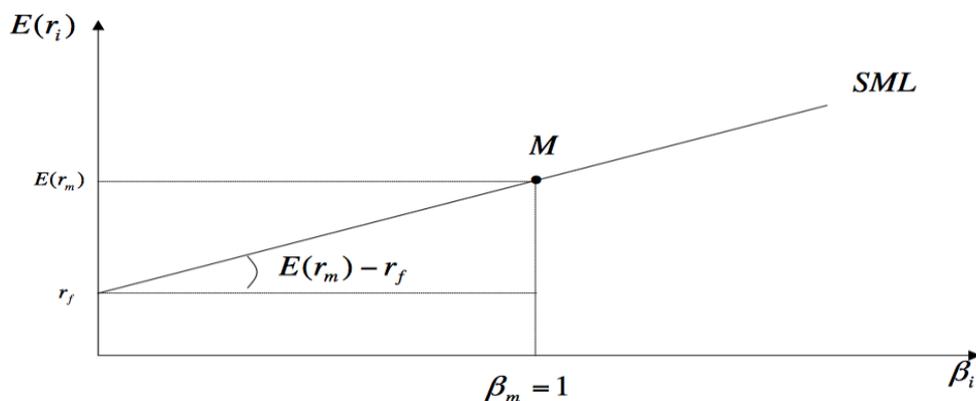
Nella precedente formulazione:

- $E(r_i)$ è il rendimento dello specifico titolo;
- $E(r_m)$ è il rendimento di mercato;
- r_f è il tasso privo di rischio;
- $E(r_m) - r_f$ rappresenta il premio per il rischio.
- β è il rischio sistemico.

Di seguito il grafico che rappresenta il modello del Capital Asset Pricing Model da cui è evidente la relazione diretta tra rischio sistemico beta e rendimento del titolo, rappresentata dalla Security Market Line (SML).

È importante sottolineare che i titoli che giacciono su tale SML sono titoli prezzati in modo efficiente e quindi presentano un ritorno pari a quello calcolato con il CAPM.

Figura 3.5 – Capital Asset Pricing Model e Security Market Line



Il rischio sistemico è un tipo di rischio implicito nell'investimento di una specifica attività finanziaria e quindi non è eliminabile attraverso la diversificazione. Infatti, è possibile avere anche il rischio specifico che è, appunto, specifico per l'impresa e quindi non dipendente solamente dal mercato, pertanto, diversificabile.

Ipotizzando di investire nell'intero mercato azionario con l'acquisto di un fondo comune di investimento, verrebbe così eliminato tale tipo di rischio grazie proprio alla diversificazione. Nonostante ciò, si rimarrebbe comunque esposti al rischio sistemico, poiché l'andamento del mercato azionario è influenzato dalle condizioni del sistema economico e, di conseguenza, il rendimento atteso del mercato sarà maggiore del tasso *risk-free*, ovvero privo di rischio.

Il modello del CAPM ci permette di trovare il rendimento atteso di un titolo come la somma tra il tasso *risk-free* (*rf*) e il premio di rischio ($E(R)-rf$). Tale premio dipenderà dal coefficiente beta che misura la reattività del rendimento di un titolo ai movimenti del mercato. Tanto maggiore è il coefficiente beta, tanto maggiore sarà il rendimento atteso dell'attività, poiché maggiore è il grado di rischio non diversificabile. Un investitore esigerà quindi un rendimento atteso più elevato per detenere un'attività finanziaria più rischiosa.

Dopo tale premessa, seguendo la metodologia di Ramiah, Martin e Moosa (2013) adottiamo i rendimenti mensili relativi al settore per ottenere i rendimenti anormali *ex post* (*AR*) in cui l'adeguamento è approssimato dal CAPM.

Tale metodologia è risultata efficace anche in passato. Infatti, molti autori hanno utilizzato l'osservazione dei ritorni anormali per studiare le reazioni del mercato in seguito a un evento politico di questo tipo.

Un esempio è il lavoro di Mahmood, Irfan, Iqbal, Kamran (2014). Tali autori hanno usato un metodo di questo tipo per condurre un'inchiesta sul fatto che i principali eventi politici abbiano un impatto sui rendimenti degli indici KSE-100¹⁸. Si sono concentrati su cinquanta eventi politici significativi nel periodo tra il 1998 e il 2013. Le loro scoperte hanno rivelato che alcuni giorni prima e dopo la data dell'evento si osservavano rendimenti anomali negativi.

¹⁸ KSE (Karachi Stock Exchange) indica la borsa pachistana e l'indice KSE100 comprende la società principale di ciascuno dei 34 settori di PSX, in termini di capitalizzazione di mercato. Il resto delle società viene selezionato in base alla classifica di mercato, senza alcuna considerazione per il settore per fare un campione di 100 azioni ordinarie con valore base 1.000. Questo è un indice di rendimento totale.

Un'altra ricerca di questo tipo è di Dangol (2008). L'autore, nel suo studio, focalizza la propria attenzione sulla reazione azionaria a causa di eventi politici inattesi. Egli ha stabilito che un annuncio negativo avrebbe probabilmente comportato prestazioni anormali negative, così come buoni annunci avrebbero comportato prestazioni anormali positive.

In questo caso l'analisi prosegue seguendo verificando il cambiamento in seguito alla Brexit nel rischio sistemico.

A tale scopo, aggiustiamo il modello del CAPM incorporando le variabili di interazione e sviluppiamo quindi un modello di regressione che ci permetterà di catturare il cambiamento del rischio sistemico beta dopo la Brexit.

Introduciamo, pertanto, una variabile fittizia (Dummy Variable - DV), che assume il valore di 1 dopo primo giorno di negoziazione che ha seguito il referendum (nel nostro caso dal 24 giugno in poi) e 0 nei giorni precedenti.

Tale variabile viene creata per acquisire cambiamenti immediati nel rischio sistemico ed è fondamentale per procedere con l'analisi basata sul modello di regressione lineare multiplo che andremo a utilizzare.

La variabile DV viene moltiplicata per il premio di rischio di mercato per formare la prima variabile di interazione del modello.

Il modello del CAPM in questo caso assume la forma seguente:

$$r_{It} - r_{ft} = \beta^0_I + \beta^1_I [r_{mt} - r_{ft}] + \beta^2_I [r_{mt} - r_{ft}] * DV_t + \beta^3_I DV_t + \varepsilon_{it}$$

In tale formula:

- r_{It} è il ritorno del settore i al tempo t;
- r_{ft} è il tasso privo di rischio al tempo t;
- r_{mt} è il rendimento di mercato al tempo t;
- DV_t è la variabile che prende il valore di 1 il primo giorno di negoziazione successivo all'annuncio del referendum e zero altrimenti;
- ε_{it} è il termine dell'errore;
- β^0_I è l'intercetta dell'equazione della regressione [E (β^0_I) = 0];
- β^1_I è il rischio sistematico medio a breve termine di l'industria;
- β^2_I cattura il cambiamento nel rischio del settore;
- β^3_I misura il cambiamento nell'intercetta dell'Equazione precedente.

3.4 RISULTATI

Dopo aver chiarito la metodologia usata, è possibile analizzare i risultati che ne derivano. Innanzi tutto, come risulta dalla tabella 3.2, utilizzando gli indici NAIRET, l'FTSE 100 come indice di mercato e il rendimento dei bond come proxy dei tassi privi di rischio relativamente all'Inghilterra, abbiamo calcolato i ritorni anormali approssimati al CAPM. Risulta chiaro, quindi, come questi ritorni anormali su base mensile si siano rivelati decisamente più negativi nel periodo che ha succeduto la Brexit, raggiungendo addirittura il -20,00% a giugno (che è infatti il minimo valore nei cinque anni presi come periodo di campionamento). Come argomentato in precedenza, un rendimento anormale decisamente negativo è indice del fatto che l'evento preso in considerazione abbia prodotto effetti più negativi che positivi sul mercato considerato.

Proseguendo con l'analisi si è provveduto a stimare la retta di regressione partendo dal Capital Asset Pricing Model e utilizzando gli indici scaricati all'inizio, con lo scopo di catturare il cambiamento nel rischio sistemico dopo l'evento Brexit.

Osservando i risultati, la tabella 3.6 riporta le statistiche derivanti dal modello di regressione multivariata utilizzato in cui la nostra variabile dipendente Y coincide con la colonna AR della tabella 3.3.

Le variabili indipendenti della retta di regressione (presenti nella seconda parte dell'equazione) sono invece rappresentate dal premio per il rischio, dal rendimento di mercato FTSE 100 e dalla DV.

Con riferimento alla tabella seguente, il terzo coefficiente corrispondente all'evento 0 (no Brexit) rappresenta il cambiamento di rischio nel settore (β^2_I). Come evidente, tale variazione in questo caso assume un valore negativo.

Tabella 3.6 - Statistiche riassuntive

| | Coefficienti | DS |
|-------------|---------------------|-----------|
| β^0_I | 0.0020703 | 0.004565 |
| β^1_I | 0.9312057 | 0.146927 |
| β^2_I | 0.2849905 | 0.20544 |

Ciò implica automaticamente che, nel caso di no Brexit, e quindi nei mesi precedenti al referendum il rischio sistemico era minore, quindi il beta relativo al settore immobiliare a distanza di mesi è aumentato.

Nel caso in cui la variabile dummy assumesse valore 1, infatti, si avrebbe un aumento del rischio di 0.2849905.

Queste conclusioni possono essere viste in modo più chiaro dalla tabella seguente che, prendendo in considerazione la variazione corrispondente all'evento 0, rappresenta il rischio sistemico beta pre-Brexit e post-Brexit.

Tabella 3.7 – Rischio sistemico beta prima e dopo l'evento

| Beta pre-Brexit | Beta post-Brexit |
|------------------------|-------------------------|
| 0,9312057 | 1,21619616 |

I dati e i risultati derivanti da tale metodologia sono anche supportati dal fatto che, osservando il *p-value*¹⁹ riportato in tabella 3.4 e ipotizzando che il valore soglia considerato sia pari a $\alpha = 0.05$, è possibile constatare che in corrispondenza dell'ipotesi zero il nostro *p-value* è maggiore di α , quindi i dati osservati risultano statisticamente significativi e ci portano ad accettare l'ipotesi per cui prima della Brexit il rischio sistemico era minore (ipotesi corrispondente al caso in cui la variabile dummy fosse 0).

Come spiegato in precedenza, un rischio sistemico beta maggiore implica una rischiosità maggiore, che quindi dovrebbe essere compensata da un rendimento più alto del titolo investito.

L'aumento del rischio sistemico nel periodo post Brexit non è però sorprendente, infatti una reazione di questo tipo era già stata prevista per la maggior parte dei settori dalla Banca d'Inghilterra, e abbiamo visto come tale previsione è stata confermata dai dati riportati di sopra.

¹⁹ Quando si effettua un test d'ipotesi si fissa un'ipotesi nulla e un valore soglia α (per convenzione di solito 0,05) che indica il livello di significatività del test. Calcolato il *p-value* relativo ai dati osservati:

-se valore $p > \alpha$ l'evidenza empirica non è sufficientemente contraria all'ipotesi nulla che quindi non può essere rifiutata;

-se valore $p \leq \alpha$ l'evidenza empirica è fortemente contraria all'ipotesi nulla che quindi va rifiutata. In tal caso si dice che i dati osservati sono statisticamente significativi.

È importante sottolineare, però, che il rischio sistemico beta è un rischio a breve termine. A lungo termine è probabile che tale dato si modifichi nuovamente diminuendo, dato che la Brexit non si è ancora effettivamente concretizzata. È importante, quindi, per un potenziale investitore nel settore prendere in considerazione un investimento a lungo termine.

In aggiunta, la tabella 3.2 che riporta il cambiamento della volatilità dei titoli immobiliari a cinque anni, mette in evidenza un incremento sotto questo punto di vista. Ciò potrebbe portare gli investitori ad assumere una posizione di rischio off e quindi significherebbe che le attività ritenute più rischiose affronteranno prezzi più bassi e le altre attività beneficeranno di rendimenti ancora più bassi.

3.5 CONCLUSIONI

Le opinioni circa gli effetti della Brexit sull'economia britannica differiscono ampiamente e riflettono le differenze ideologiche, anticipando gli effetti positivi e negativi di questo evento.

In questo capitolo si è analizzato l'effetto che il voto sulla Brexit ha avuto sui rendimenti azionari nel settore immobiliare nel Regno Unito.

Nonostante sia forse prematuro trarre conclusioni a riguardo, poiché la Gran Bretagna non ha ancora ufficialmente concluso le trattative, dei primi indicatori sulle conseguenze dell'evento sono forniti dalla reazione del mercato azionario.

In particolare, i risultati presentati in seguito allo studio esposto hanno evidenziato un peggioramento dal punto di vista finanziario nel settore immobiliare inglese.

L'analisi ha confermato le conclusioni di autori precedenti che hanno rivelato quanto una notizia negativa causi automaticamente una conseguenza dello stesso tipo sul mercato, come indicato dai ritorni anormali negativi.

Non è da escludere, però, che la Brexit potrebbe avere effetti settoriali variabili.

In questo capitolo, però, si è avuto l'obiettivo fondamentale di indagare sugli effetti di un settore in particolare, dato che la maggior parte delle volte vengono prese in considerazione le conseguenze della Brexit solo in termini generici.

Il settore immobiliare, che è stato oggetto principale dell'analisi, ha manifestato delle evidenti reazioni negative all'evento, ed è mostrato in modo chiaro dai dati presenti nelle tabelle che riportano i ritorni cumulati e i beta del settore.

L'analisi ha mostrato anche che il Regno Unito ha registrato prestazioni anormali più gravi nei mesi successivi alla Brexit, rispetto ai mesi precedenti.

Nonostante la solidità del mercato immobiliare, quindi, è ovvio come l'uscita della Gran Bretagna non sia stata un fattore positivo.

In aggiunta, il settore immobiliare è stato soggetto a incertezza e volatilità, cosa che deve essere particolare interesse e importanza per gli investitori istituzionali, i gestori del rischio e le autorità di regolamentazione.

L'incremento della volatilità e incertezza è evidente dai dati della FTSE EPRA/NAREIT UK e ha anche messo in discussione l'aumento del rendimento dei titoli compensato da un rischio sistemico maggiore.

In uno scenario di questo genere, quindi, gli investitori globali, saranno portati a rivalutare il rischio e le opportunità di mercato dato che le conseguenze economiche devono ancora essere avvertite e qualsiasi conseguenza che emergerà da un prolungato negoziato tra il Regno Unito e l'Unione europea richiederà tempo per essere attuata e pienamente compresa.

CONCLUSIONE

Terminata l'analisi dell'evento è ora possibile trarre delle ovvie conclusioni, che si evincono in modo implicito ed evidente da ogni capitolo.

Il ruolo dell'Europa è stato più volte oggetto di critica, poiché molti anti-europeisti sostengono che l'Unione si sia concretizzata effettivamente solo a livello monetario.

A parte ciò, però, nel primo capitolo questa è stata presentata sin dal principio ed è risultata una colonna portante che ha permesso più volte la risoluzione di crisi finanziarie, economiche e politiche, contribuendo a un ritorno all'equilibrio all'interno di ogni Stato membro.

L'Inghilterra, nonostante ciò, come sottolineato all'inizio dello studio, non ha mai fatto davvero parte del continente europeo, anzi se ne è sempre distaccata, partendo dal rifiuto dell'adozione della moneta unica.

L'avvento della Brexit, pertanto, non è stato affatto inaspettato.

Nonostante ciò, come è ovvio che sia, il mercato europeo e, più nello specifico, quello inglese, ha risentito di tale evento. I rendimenti e la rischiosità dei titoli si sono modificati anche in modo drastico dopo la decisione del *leave*.

Il mercato immobiliare, in particolare, su cui si è concentrata l'analisi della presente tesi, ha mostrato un incremento nel rischio sistemico beta relativo al mercato. Partendo dalla raccolta e dall'osservazione dei rendimenti dei titoli immobiliari si è proseguito con lo sviluppo di un'analisi di regressione multipla con riferimento all'evento Brexit, che ci ha permesso di catturare il cambiamento nel rischio sistemico relativo al settore considerato. Questi risultati empirici hanno dimostrato come la decisione di uscire dall'Unione non sia stata ovviamente ottimale per il mercato inglese, che è andato incontro a un'elevata instabilità.

Nonostante ciò, però, è stato riscontrato quanto la Brexit sia un evento ancora non totalmente compiuto, pertanto una valutazione su tale decisione e su come ogni paese effettivamente ne risentirà potrà essere tratta solo a lungo termine.

Bibliografia

- Alex Hunt & Brian Wheeler (2018). *Brexit: All you need to know about the UK leaving the EU*. BBC NEWS.
- Anon, (2017). *These benefits are potentially available through a new and developing universe of local partners, who offer a range of investment opportunities on the continuum between “direct” and “indirect.”* 11 gennaio 2013.
- Broghi, A. (2006). *FINANZA IMMOBILIARE*.
- Bruni, F. (n.d.). *Contro la crisi: cultura e regole*.
- C. F. Sirmans and Elaine Worzala (2003). *International Direct Real Estate Investment: A Review of the Literature*.
- CARBONI, Giuliana G. *A proposito della Brexit: gli effetti del referendum sul Regno Unito e l’Unione europea*. DPCE v. 26, n. 2, feb. 2017.
- Conte, V. (2016). *Brexit, l’uscita vince dove arrivano più fondi Ue*. La Repubblica. Roma 24 giugno 2016.
- Crowdstreet. (2016). *What are the Differences Between Direct and Indirect (REIT) Real Estate Investments?*
- Donati, F. (2013). *CRISI DELL’EURO, GOVERNANCE ECONOMICA E DEMOCRAZIA NELL’UNIONE EUROPEA*. ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI COSTITUZIONALISTI.
- Fahad Almudhaf (2018) *Backtesting expected shortfall: evidence from European securitized real estate*, Applied Economics Letters, 25:3, 176-182, DOI: 10.1080/13504851.2017.1307928.
- Fornara, P. (2018). *Settembre 1992, la lira sommersa e salvata*. Il Sole 24 Ore.
- FXCM MARKET INSIGHTS. (n.d.). *What Is The Economic Impact Of Hard Brexit Vs. Soft Brexit?*
- Georgiev, G. (2002). *The Benefits of Real Estate Investment*. CISDM Working Paper.
- Hoesli, Morri, M. (2010). *INVESTIMENTO IMMOBILIARE*. Italy: Copyright Ulrico Hoepli Editore, S.p.A. 2010.
- Krabec, Schafer (2015). *Valuing Direct Real Estate Investments by Using the ADAM Modeling Approach*.

- Lachezar Bonchev and Mariya Pencheva (2017). *The impact of BREXIT vote on stock returns. An event study on European bank industry*. Department of Economics Lund University School of Economics and Management.
- Mastroianni, F. (2017), *Brexit, a un anno dalle consultazioni cosa è successo all'economia in Uk*. Il Sole 24 Ore.
- Matei, Calapod. - Social and Behavioral Sciences (2014). *Challenges for the European Union in Times of Crisis: Reactions*. Science Direct, pp. Volume 143, 14 August 2014, Pages 843-846.
- Menon A. and Fowler B. (2016). *Hard or Soft? The Politics of Brexit*. National Institute Economic Review, Vol 238(Issue 1), pp.pp. R4 - R12.
- Morningstar. (2011). *Commercial Real Estate Investment: REITs and Private Equity Real Estate Funds*.
- Provenzani, F. (2017). *Brexit: significato e conseguenze*.
- Rossi, S. (2010). *Aspetti della politica economica italiana dalla crisi del 1992-93 a quella del 2008-09*. L'economia italiana: modelli, misurazioni e nodi strutturali.
- Vikash Ramiah, Huy N. A. Pham & Imad Moosa (2017) *The sectoral effects of Brexit on the British economy: early evidence from the reaction of the stock market*, Applied Economics, 49:26, 2508-2514, DOI: 10.1080/00036846.2016.1240352
- Zezza, G. (2015). *Le ragioni economiche della crisi dell'euro*.

Sitografia

- #TRUENUMBERS - <https://www.truenumbers.it/finanza-britannica-brexit/>
- Banca Centrale Europea - <http://www.ecb.europa.eu>
- Banca d'Italia - <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/index.html>
- Borsa Italiana - <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondiimmobiliari.htm>
- EuroHope - <http://www.eurohope.eu/europamain.htm>
- European Council - <http://www.consilium.europa.eu/media/33458/23-euco-art50-guidelines.pdf>

- FTSE EPRA/NAREIT UK Index. (2018). FTSE Russell Factsheet - <http://www.ftse.com/Analytics/Factsheets/temp/e12df091-b519-44ae-acab-187ea9ab8d3e.pdf>.
- FXCM MARKET INSIGHTS. - <https://www.fxcm.com/insights/economic-impact-hard-brex-it-vs-soft-brex-it/>
- federalismi.it. - <http://www.federalismi.it/AppOpenFilePDF.cfm?artid=31646&dpath=document&dfile=30032016112626.pdf&content=Primo+piano+-+II+referendum+UK+e+l%27ipotesi+di+Brex-it+-+stato+-+dottrina+-+>
- Geocities.ws - http://www.geocities.ws/osservatore_europeo/approfondimenti/semi07.htm
- JLL. (2017). UK CAPITAL MARKETS REPORT - http://www.jll.co.uk/united-kingdom/en-gb/Research/JLL_UK_Capital_Markets_Report_H1_2017-compressed.pdf?f9dc0af5-4dd4-4f77-85a0-e8e9f56ae659
- JLL. (2018). UK property predictions. - <http://www.jll.co.uk/united-kingdom/en-gb/Documents/Property%20Predictions/2018/JLL-UK-Property-Predictions-2018-Full.pdf>
- London Stock Exchange - <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/reits/what-is-a-reit/why-issue.htm>.
- Money.it - <https://www.money.it/Brex-it-significato-e-conseguenze#cause>
- Statista - Statista - [statista.com](http://www.statista.com). (2017). Number of completed house sales in England and Wales from January 2015 to December 2017. .
- The British Property Federation (BPF) - <https://www.bpf.org.uk/about-real-estate>.
- Thomson Reuters. - <https://www.thomsonreuters.com/en.html>.
- Unione Europea. - https://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs_it
- Unione Europea. - https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/unitedkingdom_it
- www.rreef.com. - http://realestate.dws.com/content/_media/RREEF_Real_Estate_Investment_Perspectives_May_2012_FINAL.pdf