



*Dipartimento di Economia e Finanza
Corso di Laurea Magistrale in Banche e Intermediari
Finanziari
Cattedra di Real Estate Finance*

***IL RUOLO DEI FONDI IMMOBILIARI: CASE
STUDY SULLA RIQUALIFICAZIONE DELL'EX
OSPEDALE AL MARE NEL LIDO DI VENEZIA***

RELATORE

Prof. Gaetano Casertano

CORRELATORE

Prof. Emilio Barone

CANDIDATO

Gianmarco Libertini

Matricola **689471**

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

Ringraziamenti

Giunto oramai al termine di questo importante percorso, voglio ringraziare tutti voi che, con la vostra costante presenza e pazienza, mi avete supportato in questi anni di studio.

Da un punto di vista didattico vorrei ringraziare innanzitutto il prof. Gaetano Casertano, per la fiducia accordatami accettando il ruolo di Relatore per questo lavoro di tesi, per l'approccio formativo e didattico adottato durante il corso, a cui rivolgo i miei più sentiti ringraziamenti poiché mi ha concesso l'opportunità, durante il suo corso, di approfondire ed alimentare il mio interesse nei confronti di questa materia.

Ringrazio il Prof. Barone per aver accettato il ruolo di Correlatore, con il quale ho già avuto modo di condividere un importante traguardo nella mia carriera universitaria con la vittoria del Contest nazionale di Unicredit.

Un ringraziamento speciale va ai miei genitori, la mia famiglia, alla quale devo tutto, senza la quale non avrei avuto la possibilità di intraprendere la mia carriera universitaria: dedico a voi tutti i miei sforzi e questo giorno speciale, in segno di riconoscimento dei sacrifici che avete sostenuto e dei momenti felici ma anche difficili che abbiamo affrontato insieme. Vorrei ringraziare i miei nonni, purtroppo scomparsi, ai quali devo il mio rispetto: grazie per il senso del dovere e per la responsabilità che mi avete trasmesso.

Ringrazio tutti i miei amici, i parenti ed i colleghi che siete nei miei pensieri e nei ricordi, a voi che avete avuto un peso non indifferente nel conseguimento di questo risultato, per tutto ciò che non mi viene in mente perché scontato, ma che mi ha consentito di raggiungere questo traguardo: che è un punto di partenza e non di arrivo.

Al mio mentore ed amico Giuseppe, che mi ha dimostrato giorno dopo giorno che tutto ciò che mi sembrava impossibile ed irraggiungibile, in realtà non lo era, poiché "siamo noi gli artefici del nostro destino".

*"Il successo non è mai definitivo, il fallimento non è mai fatale;
è il coraggio di continuare che conta"*

Winston Churchill

Introduzione

CAPITOLO I – Turismo e immobili a destinazione turistica

1. Il turismo in Italia
2. Il settore alberghiero italiano
3. Mercato immobiliare alberghiero in Italia
4. Tipologie di accordi contrattuali
5. Strutture ricettive alberghiere in Italia
6. Rischi e opportunità nel comparto alberghiero italiano
7. Andamento del mercato immobiliare alberghiero nell'ultimo quinquennio
8. Le tipologie alberghiere
9. Gli investimenti nel settore immobiliare alberghiero

CAPITOLO II - I Fondi Immobiliari e i Fondi Comuni di investimento

1. I Fondi Comuni di Investimento
2. Tipologie
3. Struttura organizzativa
4. Le Società di Gestione del Risparmio
5. Banca Depositaria
6. Esperti indipendenti
7. Attività di Vigilanza
8. Regolamento del fondo
9. Prospetto d'offerta
10. Rendiconto del Fondo
11. Fondi Immobiliari
12. Funzionamento dei Fondi Immobiliari
13. Modalità di costituzione del patrimonio immobiliare
14. Fondi Immobiliari ad apporto pubblico e ad apporto privato
15. La gestione dei Fondi Immobiliari e il leverage
16. L'indebitamento finanziario nei Fondi Immobiliari
17. La disciplina fiscale dei Fondi Immobiliari

CAPITOLO III - Case Study: l'Ex Ospedale al Mare nel Lido di Venezia

1. Storia dell'Ex Ospedale al Mare
2. L'operazione di riqualificazione e le parti coinvolte
3. Hospitality nel lido di Venezia
4. Il mercato del turismo nel Lido di Venezia
5. Analisi delle strutture ricettive alberghiere nel Lido
6. Proiezioni Economico Finanziarie
7. Un'ipotesi di vendita delle due strutture ricettive alberghiere

Conclusione

Bibliografia

Sintesi

Introduzione

Sin dalla loro introduzione in Italia nel 1998, i fondi comuni di investimento immobiliare sono stati oggetto di profonde evoluzioni, che hanno consentito di offrire ai relativi sottoscrittori prodotti sempre più innovativi, in grado di soddisfare le loro esigenze.

In questo modo l'investitore ha la possibilità di investire in tale categoria di fondi (la cui strategia di investimento è più orientata al lungo periodo), senza divenire proprietario dell'immobile oggetto dell'investimento: non avendo il singolo risparmiatore una conoscenza e una disponibilità tali da consentirgli un investimento diretto sull'immobile, che altrimenti risulterebbe troppo oneroso.

Questa tipologia di fondi, considerata la loro idoneità a conservare valore con il trascorrere del tempo, rappresentano un importante sostituto agli investimenti di tipo tradizionale soprattutto in considerazione dei periodi avversi di mercato caratterizzati da bassi tassi di interesse

Il *primo capitolo* della presente trattazione si ripropone di descrivere il mercato degli immobili a destinazione alberghiera con sede in Italia, attraverso una distinzione delle varie tipologie di strutture ricettive, evidenziandone opportunità e minacce e proseguendo con una panoramica degli investimenti nel settore.

Segue un'analisi riguardante l'andamento del settore turistico, con un focus significativo sulle preferenze di italiani e stranieri in tale contesto.

Il *secondo capitolo* vuole dare una definizione dei fondi comuni di investimento, attraverso un breve excursus sulla loro evoluzione, illustrandone le varie tipologie, la principale classificazione in fondi mobiliari aperti e chiusi, soffermandosi sulla struttura organizzativa ed in particolare sulle Società di Gestione del Risparmio e concludendo con l'analisi degli organi coinvolti.

Vengono a questo punto analizzati i fondi immobiliari, quindi il loro funzionamento e le modalità di costituzione, considerando infine i vantaggi che derivano dall'indebitamento finanziario ed il regime fiscale applicato.

Il *terzo capitolo* propone un case study relativo alla riqualificazione dell'ex Ospedale al Mare situato nel Lido di Venezia, un progetto ad opera di Cassa Depositi e Prestiti, che

ha come obiettivo quello di destinare due strutture ricettive alberghiere a TH Resorts e Club Med, futuri gestori.

Attraverso uno studio di settore e di mercato, il seguente elaborato ha lo scopo di analizzare i dati riguardanti il turismo nella laguna veneta, le strutture alberghiere già presenti e le tendenze del settore luxury.

Vengono successivamente considerati i principali indicatori di performance per giungere a sviluppare una proiezione economico-finanziaria dell'operazione di riqualificazione riguardante il compendio immobiliare noto con il nome di Ex Ospedale al Mare e nello specifico la gestione delle future strutture ricettive, con l'obiettivo di creare valore per i partecipanti al fondo e per il Lido nel suo complesso.

Turismo e Immobili a destinazione turistica

Gli *immobili a destinazione alberghiera* sono influenzati da quattro fattori rilevanti, di seguito elencati:

- l'andamento dei consumi;
- le caratteristiche dell'offerta;
- il contesto geografico e politico;
- il verificarsi di eventi esogeni.

Esistono diverse categorie di edifici a destinazione turistico-alberghiera che, in primo luogo, si distinguono per la gamma di servizi rivolti alla clientela: in quest'ottica un indice molto importante è certamente rappresentato dall'ammontare di *camere disponibili*, il cui livello di ottimo dovrebbe aggirarsi intorno alle 150 camere, o almeno non inferiore ad un ammontare di 120 camere (Casertano, 2011)¹.

In ambito alberghiero, si fa riferimento a due segmenti di *clientela* che si distinguono per la finalità del viaggio (D'amico, 2018)²:

- *Segmento leisure*: comprende tutti quei turisti che viaggiano per piacere e che come tipologia di clienti possono aumentare teoricamente in maniera infinita. Rappresentano pertanto una categoria che è molto sensibile al prezzo e flessibile sulle date, anche se si concentra durante i week end e durante i periodi di ferie:

¹ Fonte: Casertano, G. (2011). *Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento*. Milano: CEDAM

² Fonte: D'amico, V. (2018). *Hotel Business Magazine. Business e Leisure: dipende tutto da questo. La segmentazione*

l'unico limite può essere rappresentato dai prezzi elevati e dalla possibilità da parte della struttura ricettiva di contattarli.

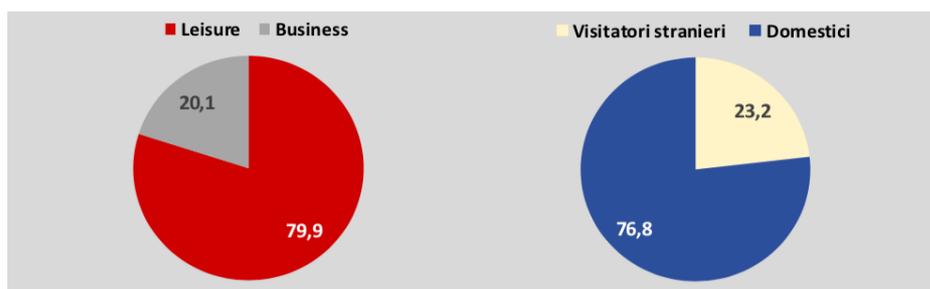
- *Segmento business*: comprende i clienti commerciali, ovvero quella tipologia di clienti che viaggia principalmente per scopi lavorativi. A differenza del segmento leisure, precedentemente descritto, questa tipologia di turisti si costituisce in numero finito, dal momento che è possibile determinarla in numero preciso. Quindi la scelta della meta prescinde dal clima, dal prezzo pagato, dall'attrattività del posto oppure dalla compagnia. Tale categoria si suddivide a sua volta in viaggiatori che si spostano per:
 - Convegni;
 - Congressi;
 - Corporate (per scopi aziendali);
 - Incentive.

Tale categoria è di conseguenza poco sensibile al prezzo applicato, le date invece non sono flessibili e si concentrano durante tutto l'anno. Essendo in numero limitato rispetto alla location, esiste un'elevata concorrenza tra le strutture ricettive.

La spesa effettuata per viaggi e turismo nel nostro paese, si compone per una quota maggioritaria che è attribuibile al settore leisure, il cui ammontare è stimato essere pari a circa l'80%, mentre il restante venti per cento fa riferimento al settore business.

Concentrandoci sui visitatori, come ci viene illustrato dalla *figura 1*, sono i visitatori domestici a generare introiti in misura maggiore, mentre quelli stranieri raggiungono all'incirca un terzo del totale delle spese effettuate (WTTC, 2018)³.

Figura 1 - Distribuzione della spesa sostenuta per viaggi e turismo in Italia nel 2017

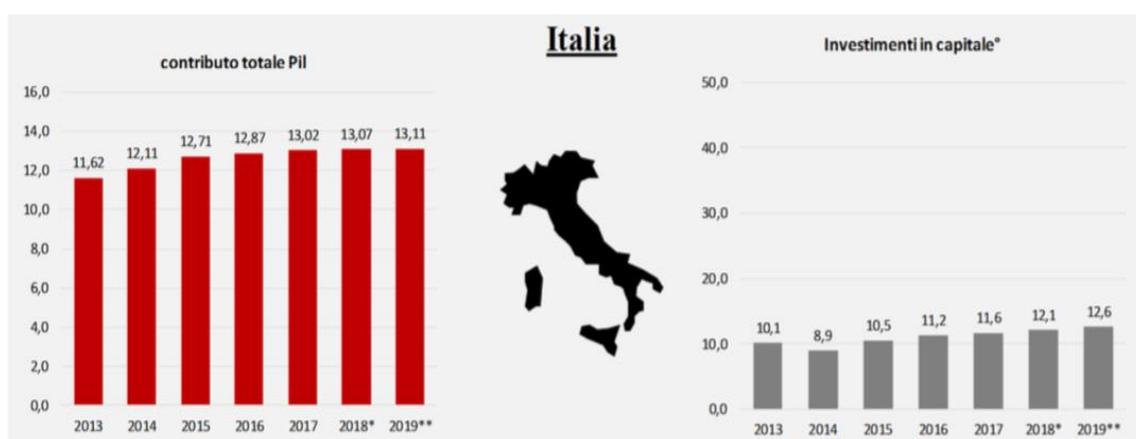


³ Fonte: World Travel and Tourism Council (2018). Tratto da <https://www.wttc.org>

Procedendo con l'analisi di settore, risulta necessario esaminare attentamente l'impatto che il settore viaggi e turismo ha registrato negli ultimi 5 anni, sia con riguardo al nostro paese, sia considerando il suo impatto sull'economia globale.

L'incidenza di questo specifico comparto sul *Pil*, nel contesto italiano, ha fatto registrare un trend di continua crescita passando dall'11% al 13% nell'arco temporale che va dal 2013 al 2017 e che si stima aumenti anche per il biennio 2018 e 2019 (figura 2) (World Travel and Tourism Council, 2018)⁴.

Figura 2 - Impatto del settore viaggi e turismo sull'economia globale



Gli *investimenti in capitale* sono composti dalla spesa sostenuta, con riferimento a tale categoria, da parte di tutte quelle industrie coinvolte nel settore viaggi e turismo, come ad esempio alberghi, compagnie aeree e agenzie di viaggio, includendo anche la spesa per investimenti sostenuta da parte di industrie che producono beni destinati specificatamente al settore turistico, nello specifico facciamo riferimento alle nuove tipologie di alloggi per i visitatori, mezzi di trasporto, ristoranti e strutture ad uso turistico-ricettivo.

L'Italia, solo a seguito di ingenti sforzi ed analisi accurate, è riuscita a massimizzare la sua incidenza economica in tale settore, ciò è stato reso possibile grazie agli investimenti in capitale effettuati dal nostro paese, investimenti risultati proporzionalmente più contenuti rispetto alla media europea e mondiale.

Questi risultati potrebbero migliorare investendo somme più consistenti, in grado di raccogliere una percentuale di spesa maggiore da parte dei visitatori stranieri e contribuire all'aumento degli investimenti in capitale in tale settore.

⁴ Fonte: World Travel and Tourism Council (2018). *Travel and Tourism: Economic Impact 2018 Italy*

L'offerta alberghiera caratteristica del mercato italiano risulta essere frammentata e differenziata: i dati rivelano che in Italia si registra un ammontare di circa 34.000 alberghi, ammontare che la posiziona al terzo posto in Europa dopo Gran Bretagna e Germania. Soffermandoci invece sulla composizione, l'attuale offerta alberghiera italiana si compone per il 35% di alberghi appartenenti ad una fascia medio alta (4-5 stelle) in opposizione al 25% di dieci anni fa, elemento che ha determinato un allineamento dei modelli alberghieri italiani con gli standard europei (RICS, 2016)⁵.

Il gestore dell'asset alberghiero può o non può coincidere con colui che ne è effettivamente il proprietario: i dati mostrano che le strutture alberghiere della nostra penisola sono rappresentate da una grande prevalenza di operatori indipendenti e gestioni familiari, con una scarsa presenza di catene alberghiere, con la conseguenza che nel nostro territorio la dimensione tipica delle strutture è in media pari a 30 camere e solo il 4% di queste strutture è riconducibile a operatori specializzati, più interessati a maggiori dimensioni e standard specifici (Casertano, 2011)⁶.

Nell'ambito di un contesto internazionale, sempre più competitivo, emerge la necessità da parte delle strutture ricettive italiane, di separare la proprietà dell'immobile dalla gestione dello stesso, questo al fine di migliorarne l'efficienza rendendo disponibili risorse che potrebbero essere utilizzate alternativamente nella gestione dell'attività core. La volontà di creare catene alberghiere, sia a livello nazionale che internazionale, ha spinto molti proprietari ad operare attraverso partnership con operatori a livello internazionale. Analizzando il contesto competitivo, due sono i fattori di debolezza strutturale che contraddistinguono la gestione delle strutture alberghiere italiane ed in grado di impattare sulle performance delle stesse:

- Il limitato potere contrattuale di fornitori e clienti;
- La difficoltà di essere visibili sul mercato e quindi gli ingenti investimenti in termini di marketing, promozione e principalmente la riconoscibilità del marchio da parte dei potenziali clienti.

⁵ Fonte: RICS (2016). Tratto da <http://www.rics.org/it/knowledge/research/insights/valutazione-degli-immobili-a-destinazione-turistico-ricettiva/>.

⁶ Fonte: Casertano, G. (2011). *Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento*. Milano: CEDAM

Ne emerge la necessità di tipologie contrattuali specifiche e differenziate a seconda del rapporto che si instaura tra proprietà e management.

Nel contesto europeo, i contratti di gestione prevedono in principio che il gestore incassi i ricavi e che poi riversi una percentuale degli stessi al proprietario. Il rischio dunque rimane in capo al gestore.

Negli Stati Uniti, invece, i contratti di gestione prevedono che il proprietario incassi i ricavi e paghi al gestore un importo prestabilito più una percentuale dei ricavi al superare di determinate soglie stabilite contrattualmente. Il rischio in questo caso rimane in capo al proprietario.

1. Il turismo in Italia

Il 2017 ha segnato un importante traguardo per il settore turistico italiano: nel corso dell'anno si è registrato un incremento sostanzioso dei viaggi con pernottamento degli stranieri, cresciuti del sei per cento rispetto al 2016 (per un totale di 90 milioni di viaggi effettuati). Più moderato è risultato invece l'incremento dei viaggi con pernottamento degli italiani, aumentati di appena lo 0,4 per cento su base annua (con un ammontare pari a 66 milioni).

In merito alle *motivazioni dei viaggi*, la componente leisure predomina nelle scelte tanto degli italiani (rappresentando oltre il 91 per cento del totale e cresciuti oltre il 2 per cento) quanto nella spesa effettuata dagli stranieri (con una quota del 89 per cento, registrando un incremento del 6 per cento rispetto al 2016).

Il settore business, invece, partecipando con una quota minoritaria nei viaggi degli italiani, risulta in forte calo rispetto al 2016, mentre si registra un incremento significativo per la spesa degli stranieri (più otto per cento) (Figura 3) (Banca d'Italia, 2017) (ISTAT, 2017)⁷⁸.

La vacanza risulta essere la motivazione principale dei viaggi degli italiani nella penisola (91 per cento) che si concentra soprattutto nella stagione estiva (41 per cento), principalmente con l'obiettivo di usufruire di un momento di svago e di fuga dalla routine quotidiana.

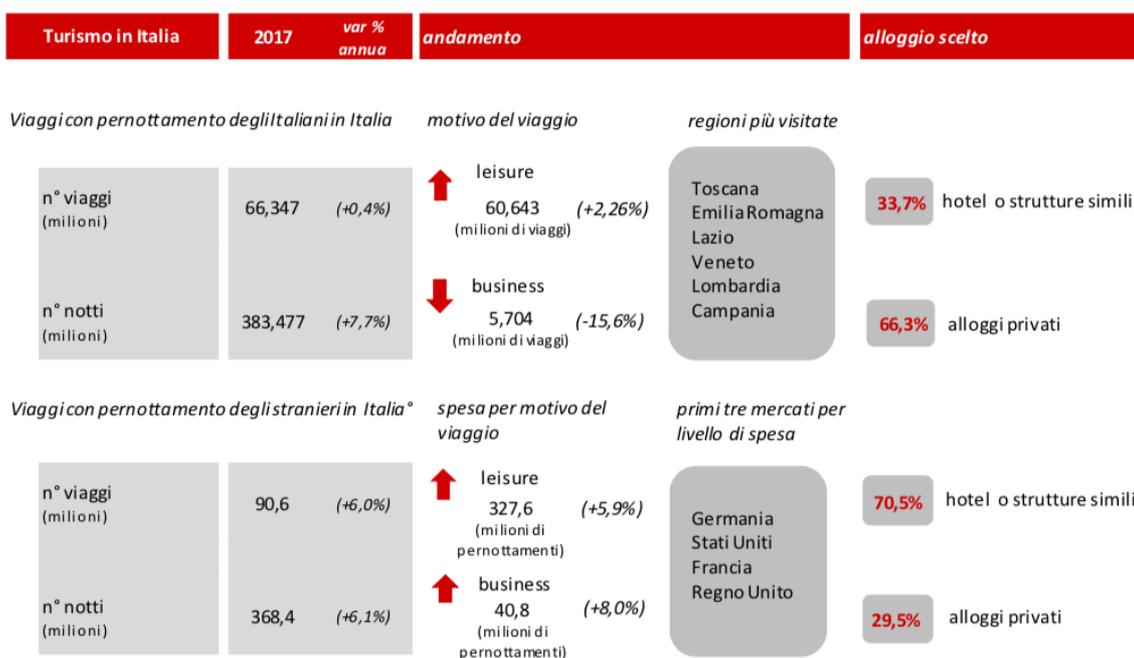
⁷ Fonte: Banca d'Italia Eurosystem (2017). Tratto da: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/index.html>

⁸ Fonte: Istituto nazionale di Statistica (2017). Tratto da: <https://www.istat.it>

Le regioni in cui si concentrano maggiormente i viaggi degli italiani per motivi di svago e relax nell'arco dell'anno sono, in ordine:

- Toscana al primo posto (12 per cento);
- Emilia-Romagna (10 per cento);
- Veneto (8 per cento).

Figura 3 – Il settore turistico italiano



Sempre considerando la stagione estiva e le mete destinate alle vacanze per un periodo superiore alle due settimane, le presenze dei nostri viaggiatori si concentrano in Emilia-Romagna (13 per cento), Puglia (12 per cento), Toscana (10 per cento) ed infine Sardegna e Sicilia (intorno all'8 per cento).

Passando al periodo invernale, invece, le mete prescelte si concentrano in Trentino Alto-Adige impattando per un quattordici per cento.

Quando la motivazione del viaggio è il lavoro, le mete si spostano in altre località: in tale contesto le due regioni più visitate sono Lazio (18 per cento) e Lombardia (16 per cento), destinazioni principali in ambito business.

La spesa degli stranieri per viaggi con pernottamento in Italia è destinata soprattutto alle città d'arte (60 per cento), seguita poi dalle località di mare (21 per cento).

Nell'ambito delle regioni, quelle in cui si concentrano le quote maggioritarie di spesa degli stranieri sono appunto Lazio e Lombardia.

Passando ad un contesto internazionale, i mercati che per livello di spesa si concentrano sul territorio italiano sono al primo posto la Germania, seguono poi gli Stati Uniti e la Francia (Banca d'Italia, 2018)⁹.

In controtendenza rispetto al passato, passando alla *tipologia di alloggio* scelto per il pernottamento, si registra una crescita delle preferenze degli italiani per sistemazioni in strutture private, a scapito di hotel o soluzioni similari: infatti i soggiorni dei residenti negli alloggi privati sono aumentati nel 2017, raggiungendo quota 66 per cento.

Per complementarietà, sono diminuiti i pernottamenti in hotel o strutture simili, scesi al 34 per cento nel corso dell'anno summenzionato.

Questa tendenza è rimasta invece invariata sempre con riferimento al biennio 2016-2017 se si considerano i viaggiatori stranieri, sia quando si parla di strutture private sia con riferimento ad hotel e strutture similari.

2. Il settore alberghiero italiano

Le domande di pernottamento dei viaggiatori nel territorio italiano sono influenzate principalmente dal tipo di località scelto, incidendo significativamente nel sistema ricettivo nel suo complesso. Un'analisi svolta con riferimento alle preferenze di soggiorno dei viaggiatori stranieri evidenzia una scelta fortemente orientata verso le strutture alberghiere, propensione che riguarda, in misura inferiore, anche chi risiede nella penisola e la motivazione risiede nel fatto che i residenti risultano più inclini a soggiorni alternativi alle strutture ricettive alberghiere.

Gli sviluppi degli ultimi anni hanno però fatto registrare una tendenza al rialzo nelle preferenze degli stranieri verso soluzioni extralberghiere, i maggiori incrementi si sono verificati principalmente nelle località lacuali, che nel 2017 hanno oltrepassato quota 50 per cento, seguono le località marine ed infine le località termali.

⁹ Fonte: Banca d'Italia (2018). Tratto da: *Turismo in Italia Numeri e potenziale di sviluppo*.

Dunque emerge un cambio di tendenza per le località termali, da sempre meta molto ambita e ben nota per i servizi alberghieri offerti, che risulta essere in crescita nelle preferenze extralberghiere (oltre che degli stranieri anche dei residenti).

Esula dalle dinamiche di scelta degli stranieri l'opzione delle città di interesse storico artistico, che ha registrato un leggero aumento delle preferenze verso le strutture alberghiere, che raggiungono il 73 per cento. Più stabile, invece, il contesto delle scelte nei pernottamenti degli italiani nelle località montane, che mostrano un lieve rialzo dei soggiorni in alberghi (Nomisma, 2018)¹⁰.

In conclusione, negli ultimi tre anni sono soprattutto le scelte di pernottamento degli stranieri a mostrare una tendenza al cambiamento, spostando le preferenze dal ricettivo alberghiero a quello extralberghiero con una maggiore accentuazione per le località lacuali, marine e termali. Per gli italiani, invece, le scelte sono rimaste sostanzialmente invariate, ad eccezione di un maggiore bilanciamento per il settore alberghiero quando si tratta della montagna e per l'extralberghiero nel caso di località termali.

Le preferenze sono influenzate tanto dal livello dei prezzi quanto dalla qualità e quantità dei servizi offerti, in particolare se facciamo riferimento al comparto extralberghiero, questo si è mostrato in costante trasformazione ed espansione negli ultimi anni (tabella 1-2) (ISTAT, 2017)¹¹.

Tabella 1-2 - Percentuale di presenze di turisti stranieri ed italiani per località e tipologia di struttura ricettiva nel periodo 2015 – 2017

Presenze (%)	s tranie ri								
	alberghiero			extra alberghiero			totale		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
città di interesse storico e artistico	72,8	70,6	73,0	27,2	29,4	27,0	100	100	100
comuni n.a.c.	74,6	73,1	72,2	25,4	26,9	27,8	100	100	100
località collinari e di interesse vario	58,2	58,4	57,9	41,8	41,6	42,1	100	100	100
località lacuali	47,3	46,2	44,5	52,7	53,8	55,5	100	100	100
località marine	60,4	60,3	55,3	39,6	39,7	44,7	100	100	100
località montane	77,6	77,9	77,0	22,4	22,1	23,0	100	100	100
località termali	86,1	85,5	84,2	13,9	14,5	15,8	100	100	100

¹⁰ Fonte: Nomisma (2018). *Osservatorio Nazionale Immobiliare Turistico*.

¹¹ Fonte: Istituto nazionale di Statistica (2017). Tratto da: <https://www.istat.it>

Presenze (%)	italiani								
	alberghiero			extra alberghiero			totale		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
città di interesse storico e artistico	67,2	66,3	67,1	32,8	33,7	32,9	100	100	100
comuni n.a.c.	70,4	70,1	70,4	29,6	29,9	29,6	100	100	100
località collinari e di interesse vario	67,2	66,5	63,9	32,8	33,5	36,1	100	100	100
località lacuali	49,6	49,8	49,7	50,4	50,2	50,3	100	100	100
località marine	61,6	62,6	61,5	38,4	37,4	38,5	100	100	100
località montane	70,8	71,0	71,1	29,2	29,0	28,9	100	100	100
località termali	86,5	85,7	84,6	13,5	14,3	15,4	100	100	100

In termini di offerta, il sistema ricettivo delle strutture alberghiere italiane ha registrato una crescita moderata per gli hotel 4 e 5 stelle ed in costante diminuzione per le categorie inferiori.

Esaminando i mutamenti registrati dal sistema ricettivo in Italia negli ultimi anni, con riguardo ai viaggiatori stranieri, ciò che emerge è che le categorie oggetto di un maggiore sviluppo sono rappresentate dagli alloggi in locazione, con un occhio di riguardo specifico alle località marine, montane e lacuali, a queste seguono poi i bed & breakfast nei comuni non noti, oggetto di destinazione turistica e considerati come predecessori degli attuali sistemi quali Airbnb o simili.

Questo fenomeno può essere interpretato come un segnale di allerta con riguardo alle strutture ricettive alberghiere in termini di un necessario aumento e adeguamento dell'offerta, in risposta alle richieste di una domanda fino ad allora rimasta insoddisfatta dalle proposte offerte dai sistemi tradizionali sia in termini economici sia in termini di qualità e flessibilità dei servizi offerti.

Si tratta di soluzioni più vicine ai desideri dei consumatori e chiaramente più affini alle loro preferenze. Risposte e dinamiche che tutto il sistema alberghiero osserva con attenzione e dalle quali deve trarre i giusti insegnamenti: solo in questo modo si potrà aumentare l'ascolto del cliente, accostando i servizi offerti all'evoluzione costante delle esigenze dei fruitori finali.

2. Mercato immobiliare alberghiero in Italia

L'andamento del mercato immobiliare alberghiero italiano si è allineato con quello europeo solamente nel 2017 incrementando le proprie performance nei primi mesi del 2018 (REAG, 2018)¹².

La ripresa economica, l'aumento dei consumi ma soprattutto l'ormai mutata geografia delle preferenze turistiche hanno determinato congiuntamente uno spostamento del baricentro di attrazione verso la nostra penisola. Tutti questi elementi hanno contribuito a rafforzare le prestazioni del sistema alberghiero e come evidenziato nelle numerose iniziative di nuove aperture e ristrutturazioni/riqualificazioni avvenute negli ultimi dodici mesi, ad avviare un miglioramento dell'offerta con diversi connotati di qualità ed innovazione.

L'insieme di questi fattori ha influenzato in maniera ulteriormente positiva l'attrattività degli investimenti nel comparto alberghiero.

Una varietà molto ampia, tanto per segmento di appartenenza, leisure e business, quanto per tipologia di struttura e di clientela obiettivo.

Il punto di forza è certamente rappresentato dalla singolarità dell'offerta alberghiera italiana ed il suo allinearsi alle preferenze della domanda, sono questi i fattori che hanno consentito un rafforzamento dei modelli di business ed un conseguente aumento dell'attrattività da parte degli investitori stranieri (Scenari Immobiliari, 2018)¹³.

Differenziazione e singolarità, sono questi gli elementi propri di un'offerta in grado di integrare perfettamente le esigenze della domanda, attraverso strumenti che sono in grado di connettere quelle che vengono definite come "altre destinazioni" alle mete turistiche principali, con il fine di incrementare l'interesse e l'attrattività non solo dei viaggiatori ma anche di investitori stranieri per la penisola italiana.

Questo insieme di caratteristiche possono valorizzare e sfruttare la diversità del territorio ed aumentare conseguentemente le prospettive di crescita rafforzando al contempo le aspettative di fiducia nel comparto alberghiero. Le problematiche restano comunque numerose, ma un incremento degli investimenti potrebbe dare inizio ad una fase di

¹²Fonte: Duff e Phelps REAG S.p.A. (2018). Tratto da: <https://www.duffandphelps.it/about-us/duff-phelps-reag-spa>

¹³ Fonte: Scenari Immobiliari (2018). Tratto da: <https://www.scenari-immobiliari.it>

sviluppo, capace di valorizzare le risorse sino ad ora inutilizzate e le possibilità inesprese del nostro territorio.

Bisogna concentrarsi sugli investitori internazionali, che ad oggi hanno contribuito per circa due terzi alle transazioni che hanno avuto luogo nella penisola: questi investitori sono rappresentati principalmente da *private equity*, dato in controtendenza rispetto alla media europea che li ha visti solamente in terza posizione.

Un'altra componente in aumento è rappresentata anche dagli investitori internazionali privati (cosiddetti *family office*). Gli investitori internazionali specializzati nell'asset class di categoria alberghiera hanno continuato a dimostrare particolare attenzione per il mercato italiano. Tuttavia, contrariamente a quanto avvenuto per la media europea, dove gli investimenti sono risultati maggiori, l'attrattività per il territorio italiano non si è concretizzata in un numero consistente di transazioni, a causa del nostro sistema legislativo e fiscale troppo complesso e rigido.

La restante quota delle transazioni, all'incirca un terzo, portata a termine da società italiane è rappresentata invece sia da investitori istituzionali e privati, ma anche da investitori attivi nella gestione alberghiera.

L'ammontare complessivo di stanze interessate nelle transazioni che hanno avuto luogo nel 2017 si stima essere di un ammontare poco inferiore alle novemila camere, con una concentrazione maggiore per le strutture quattro stelle, seguite al secondo posto dalla categoria cinque stelle.

La quota maggioritaria è rappresentata dalle "altre destinazioni", cui corrispondono principalmente i villaggi turistici sia in montagna che al mare.

3. Tipologie di accordi contrattuali

Le principali categorie di accordi contrattuali tra gli operatori nel settore alberghiero sono le seguenti (HVS, 2015)¹⁴:

- *Franchising*: in considerazione del pagamento di royalties, di solito determinate dal gross revenue per room, la catena alberghiera consente l'utilizzo del suo

¹⁴ Fonte: HVS (2015). Tratto da: *Decisions, Decisions... Which hotel operating model is right for you?*

marchio e i suoi servizi commerciali, tra cui il sistema di prenotazione e la promozione, ovviamente fino a quando saranno rispettati dal franchisee determinati standards relativi alla location, le dimensioni degli spazi interni e i servizi offerti. La presenza di questi standards rappresenta l'attività core di un albergo, in quanto consente ai clienti di riconoscerlo fra molti altri. Il rischio rimane in capo al gestore, dal momento che riceverà dal proprietario una sorta di canone.

- *Management contract*: il proprietario concede la gestione della struttura ad una catena alberghiera, che utilizzerà il proprio marchio, i servizi commerciali e quelli di promozione. In questa tipologia contrattuale il rischio ricade di conseguenza sul proprietario, infatti il gestore è pagato dal proprietario della struttura attraverso management fees e incentive fees, condizionate al raggiungimento di determinati risultati, generalmente calcolati sul MOL (Margine Operativo Lordo).
- *Lease*: il gestore ha la licenza della struttura alberghiera e paga un canone annuo al proprietario, mentre nel caso dell'affitto di un ramo d'azienda il proprietario detiene la licenza che viene poi affittata dal gestore.

4. Strutture ricettive alberghiere in Italia

Analizzando il contesto italiano, l'offerta proveniente dalle strutture ricettive alberghiere è molto frammentata quando si parla di tipologia, localizzazione e modalità di gestione. Conseguentemente questa frammentazione influenza la forma societaria delle stesse.

Una caratteristica tipica è certamente rappresentata dalla dimensione medio-piccola delle strutture seguita da una gestione familiare che è allo stesso tempo proprietaria dell'edificio. Sono questi i fattori che collocano l'Italia in una situazione di sottosviluppo se paragonata a quella dei principali competitors internazionali, che si contraddistinguono invece per una standardizzazione dell'offerta e per la presenza di grandi catene alberghiere.

Conseguenza diretta è anche una riduzione nell'interesse da parte di investitori istituzionali stranieri ad investire nel mercato alberghiero italiano, accompagnata dai

limiti sia regolamentari che normativi ed il contesto politico che la caratterizzano, lontani dal concetto di stabilità (Federalberghi, 2017)¹⁵.

È necessario un allineamento delle strutture ricettive italiane a quelle europee: con lo scopo di realizzare strutture dotate di un numero maggiore di camere, in modo da consentire anche economie di scala e dar vita a grandi catene alberghiere.

5. Rischi e opportunità nel comparto alberghiero italiano

Le strutture ricettive alberghiere in Italia si caratterizzano per:

- *Opportunità:*
 - Stabilità dell'offerta nel mercato immobiliare e la corrispondente domanda di pernottamento sia dal lato business che leisure, in continuo aumento, grazie anche ad una maggiore mobilità intra-europea;
 - Elevato interesse nei confronti dei fondi di investimento immobiliare da parte degli investitori;
 - Scarsità di hotel a 4 stelle con un buon rapporto qualità - prezzo, che rappresenta il segmento di mercato con i migliori potenziali di crescita;
 - Stabilità economica e monetaria;
 - L'Italia si è classificata al quarto posto nel mondo per turismo in entrata;
 - Secondo l'UNESCO l'Italia è il primo paese al mondo tra i siti di patrimonio culturale dell'umanità.

- *Rischi:*
 - Il mercato è caratterizzato dalla mancanza di trasparenza e professionalità;
 - Il mercato è molto frammentato;
 - Non esiste una corrispondenza tra valore reddituale e valore dell'immobile;
 - Elevati costi di acquisto e di ristrutturazione, con una presenza elevata di strutture di qualità medio-bassa.

Ne emerge che per un'efficiente gestione e per provare ad attrarre investitori istituzionali è necessaria una separazione tra il proprietario e il gestore della struttura.

¹⁵ Fonte: Federalberghi (2017). Tratto da: *Ottavo rapporto sul sistema alberghiero e turistico ricettivo in Italia*.

Tra gli elementi di attrattività degli immobili a destinazione turistica si registra una buona redditività, nel senso che l'investimento a reddito è molto apprezzato dagli investitori istituzionali ed offre la possibilità di diversificazione del portafoglio (R&D Hospitality, 2018)¹⁶.

Mentre tra gli elementi di criticità bisogna riscontrare il profilo di rischio che si colloca in una fascia medio-alta ed un profilo di vacancy medio legato all'andamento turistico ed alle effettive capacità del gestore di attrarre turisti.

6. Andamento del mercato immobiliare alberghiero nell'ultimo quinquennio

Attraverso l'analisi delle transazioni avvenute nel mercato immobiliare alberghiero negli ultimi cinque anni, si possono stabilire quelle che sono le principali caratteristiche che ne hanno caratterizzato l'evoluzione nel breve e medio periodo.

Il numero delle strutture ricettive compravendute è risultato in continuo aumento, in particolare quelle che hanno ad oggetto le categorie quattro e cinque stelle, con un maggiore interesse per territori diversi dalle grandi città quali Roma, Firenze, Milano ed in parte anche Torino. Dal 2013 fino al primo semestre del 2018, oltre il 50 per cento delle transazioni avvenute ha riguardato grandi città e solo in parte minoritaria le altre destinazioni.

In termini di categorie alberghiere di riferimento, la quota maggioritaria è rappresentata dagli alberghi a quattro stelle (circa il 27 per cento) nelle altre destinazioni, seguita dai cinque stelle nelle grandi città (poco meno del 26 per cento) ed infine il terzo posto è rappresentato sempre dai 4 stelle sempre nelle grandi città (tabella 3) (Scenari Immobiliari, 2018)¹⁷.

Il numero di transazioni più elevato si è appunto concentrato nelle grandi città, con apice nella città di Roma, dove si è registrata una percentuale pari al 37 per cento, seguita da Milano con circa il 31 per cento ed infine Venezia con un 17 per cento.

¹⁶ Fonte: R&D Hospitality (2018). Tratto da: <http://www.rdhospitality.it>

¹⁷ Fonte: Scenari Immobiliari (2018). Tratto da: <https://www.scenari-immobiliari.it>

Tabella 3 - Andamento delle transazioni per categoria di struttura alberghiera e per tipo di destinazione in Italia, periodo: 2013 – I° semestre 2018

Destinazioni	Categorie (stelle)	2013	2014	2015	2016	2017	Isem 2018	Totale	%	%
Grandi città	3				1	3		4	4,3	
	4		2	5	9	6	1	23	24,7	
	5	3	4	8	4	5		24	25,8	
	Student Hotel					1		1	1,1	
	n.d.									
Totale grandi città		3	6	13	14	15	1	52		55,9
%		50,0	60,0	100,0	63,6	40,5	20,0	55,9		
	Categorie (stelle)	2013	2014	2015	2016	2017	Isem 2018	Totale		
Altre destinazioni	3				2	1	2	5	5,4	
	4	1	3		5	15	1	25	26,9	
	5	2	1		1	4		8	8,6	
	Student Hotel									
	n.d.					2	1	3	3,2	
Totale altre destinazioni		3	4		8	22	4	41		44,1
%		50,0	40,0		36,4	59,5	80,0	44,1		
Totale transazioni		6	10	13	22	37	5	93		
%		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nel capoluogo romano predomina soprattutto l'acquisto di alberghi cinque stelle (circa il diciannove per cento), mentre a Milano sono principalmente i quattro stelle ad avere il peso più elevato, segue Venezia, in cui viene prediletto l'acquisto dei cinque stelle, per una percentuale pari al dieci per cento.

Stiamo parlando quindi di un mercato che si è focalizzato principalmente sulle due grandi città, Roma e Milano, orientandosi sul lusso nella capitale e sul segmento business nel capoluogo lombardo, con Venezia che acquista sempre più quota di mercato e con una attrattività che interessa soprattutto il segmento lusso ma che lascia anche spazio alla fascia inferiore dei quattro stelle e cinque stelle superior.

Le restanti transazioni risultano invece numericamente marginali rispetto all'andamento complessivo.

7. Le tipologie alberghiere

L'asset class alberghiero include un'ampia varietà di tipologie che si caratterizzano in primo luogo per:

- *Ubicazione*: distinguendo tra hotel di città e resort (mare, campagna, laghi, montagna);
- *Mercato di riferimento*: che considera la fonte di prevalenza del business (per esempio destinazione business o di vacanza);
- *Categoria*: da 1 a 5 stelle, la cui assegnazione è stabilita da enti competenti, in base alle caratteristiche della struttura ricettiva in termini di ampiezza delle camere, servizi offerti, ecc.

La normativa italiana prevede una classificazione delle strutture alberghiere per categoria sulla base di requisiti dimensionali minimi delle camere (requisito quantitativo) e di servizi minimi necessari offerti alla clientela (requisito qualitativo) definiti sia in ambito nazionale che locale: Regioni, Province e Comuni (RICS, 2016)¹⁸.

Questa doppia imposizione normativa, che viene applicata sia in ambito locale che nazionale, comporta:

- Differenze negli standard minimi stabiliti localmente tra le varie realtà del paese (il cui risultato è una disomogeneità negli standard di categoria);
- Una focalizzazione sui parametri quantitativi dei servizi alberghieri a discapito dei livelli qualitativi;
- Differenza rispetto agli standard internazionali utilizzati dalle catene alberghiere per i vari marchi, spesso diversi rispetto ai requisiti regionali richiesti.

Di seguito una rappresentazione dei segmenti di mercato delle principali catene alberghiere e dei rispettivi brand rispetto alla classificazione nazionale (tabella 4).

¹⁸ Fonte: RICS (2016). Tratto da <http://www.rics.org/it/knowledge/research/insights/valutazione-degli-immobili-a-destinazione-turistico-ricettiva/>.

Tabella 4 – Segmenti di mercato delle principali catene alberghiere.

Segmento di mercato	Categoria	Brand
Luxury	5 Stelle Lusso	Conrad Hilton, Dorchester, Four Seasons, Hyatt Regency
Upper – Upscale	5 Stelle	Fairmont, Hilton, Kempinski, InterContinental
Upscale	4-5 Stelle	Crowne-Plaza, Doubletree, M-Gallery, Meilà
Mid-Market (Full & Limited Services)	3-4 Stelle	Ac Hotels, Courtyard, Double Tree, Four Points
Economy Budget	1-2-3 Stelle	All Seasons, Campanile, Comfort Hotel, Hampton

8. Gli investimenti nel settore immobiliare alberghiero

Negli ultimi anni, il mercato degli investimenti immobiliari alberghieri ha registrato un incremento del volume totale degli investimenti superando il miliardo nel 2016, con una variazione rispetto al 2015 del +23% e rispetto ai 594 milioni raggiunti nel 2014 (Ufficio Studio Gabetti, 2017)¹⁹.

Le maggiori città nel mirino degli investitori sia italiani che internazionali sono Firenze, Roma, Milano e Venezia, soprattutto per strutture ricettive alberghiere di fascia alta, interessate da una crescita considerevole e da strutture di fascia media, oggi in numero maggiore a discapito di quelle di fascia bassa, che perdono sempre più quota di mercato. Considerando una distinzione degli investimenti per tipologia, l'interesse degli investitori si concentra sulle strutture ricettive alberghiere di fascia più elevata, 4 e 5 stelle, che rappresentano complessivamente il 95% delle somme totali investite, a discapito delle

¹⁹Fonte: Ufficio Studio Gabetti -Hotel Snapshot (2017). Tratto da: [http://www.gabettigroup.com/it-
it/ufficio-studi](http://www.gabettigroup.com/it-
it/ufficio-studi)

strutture ricettive inferiori, che hanno raccolto invece un maggiore interesse da parte di investitori istituzionali.

Durante il biennio 2014-2015 si è registrato un aumento degli investimenti domestici nel settore alberghiero, dove una quota rilevante del totale investito risulta essere attribuibile a società già operanti nel settore, che in seguito all'acquisizione di portafogli alberghieri sono riuscite ad incrementare le relative quote di mercato.

Per quanto riguarda la provenienza del capitale investito, nell'ambito del settore immobiliare alberghiero, nel 2016 la quota maggiore del totale investito si può ricondurre al Qatar per un ammontare complessivamente pari al 56%, seguito dalla Turchia. Questo a supporto del crescente interesse da parte di investitori esteri nei confronti del nostro paese.

Concentrandoci invece sulla quota di capitale investito per provincia, nel 2015 la quota principale è riconducibile a Roma, seguita da Milano e Venezia.

Possiamo quindi concludere dicendo che l'aumento dell'interesse da parte degli investimenti nell'asset class alberghiero e per diretta conseguenza anche i maggiori capitali destinati agli investimenti nel comparto alberghiero sono in netto aumento. Quanto invece alla provenienza dei capitali, è tanto estera quanto nazionale.

I Fondi Immobiliari e i Fondi Comuni di Investimento

La normativa riguardante la gestione collettiva del risparmio è stata introdotta in Italia dalla legge 23 marzo 1983, n. 77 e con il trascorrere degli anni è stata oggetto di profonde modifiche (MEF)²⁰.

Agli inizi degli anni 90' sono state approvate le forme preminenti di gestione collettiva:

- I *fondi comuni chiusi* (l. 344/1993);
- i *fondi immobiliari chiusi* (l. 86/1994);
- le *SICAV* (d.lgs. 84/1994).

Nonostante i numerosi interventi del Testo Unico rivolti a riordinare la materia in oggetto, la disciplina a riguardo è ancora molto articolata, specie con l'emergere di diverse forme di gestione collettiva del risparmio che hanno reso il compito difficile, anche in seguito alla delegificazione operata dal TUF, al fine di uniformare e disciplinare le diverse tipologie.

²⁰ Fonte: Legge 23 marzo 1983, n. 77 (in G.U., 28 marzo 1984, n. 85). Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare.

1. I Fondi Comuni di Investimento

In base a quanto stabilito dagli articoli 36 e 37 del TUF *“i fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria con lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori”* (TUF, 1998).²¹

La gestione di tali tipologie di asset ha come fine ultimo la creazione di valore per coloro che si occupano della gestione ma anche per i risparmiatori.

In merito alle caratteristiche dei fondi, le principali sono di seguito elencate:

- diviso in parti unitarie (quote) con uguali diritti;
- diversificazione degli investimenti e del rischio;
- patrimonio giuridicamente separato da quello della SGR;
- molteplicità di controlli interni ed esterni;
- trasparenza delle informazioni e delle politiche strategiche;
- non esiste la garanzia di un rendimento fisso;
- esistono differenti profili di rischio;
- non esiste una garanzia sull'integrità del capitale;
- il valore delle attività varia in connessione con mercati.

La gestione collettiva del risparmio si distingue dalla gestione individuale per la *“gestione in monte, nelle forme di gestione in monte il gestore svolge la propria attività nell'interesse della collettività dei partecipanti e non nell'interesse del singolo, attraverso una gestione spersonalizzata”* (Capriglione, 2015).

Tale gestione spersonalizzata si caratterizza per criteri standardizzati che regolano la sua attività e che sono prestabiliti direttamente dal gestore, mentre nel caso della gestione individuale, è il singolo partecipante che ha la possibilità di assegnare al gestore ordini vincolanti, come stabilito dall'art. 24, comma 1 del TUF.

Peculiarità della gestione collettiva è la possibile scissione tra SGR di promozione e di gestione: se la SGR di promozione è distinta da quella di gestione, la responsabilità nei confronti degli investitori ricade su entrambe, diverso è il caso delle *“deleghe gestionali”*

²¹ Fonte: Testo Unico della Finanza, d.lgs. 58/1998

dove il delegante non può derogare allo svolgimento di attività di indirizzo e controllo nei confronti dell'attività del delegato.

Gli *Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio* sono composti da:

- i fondi comuni di investimento;
- le società di investimento a capitale variabile, cosiddette SICAV

Tali organismi sono responsabili della gestione collettiva del risparmio: l'acquisto delle quote da parte degli investitori, in questo caso, non determina il trasferimento dei relativi diritti amministrativi e proprietari costituenti il fondo (fattore che invece caratterizza strumenti finanziari quali le azioni).

Terminata la fase di raccolta e quindi di sottoscrizione delle quote, il patrimonio viene investito in valori finanziari: tale patrimonio rappresenta un ammontare indiviso, di cui ogni investitore detiene un determinato numero di quote. Ogni quota rappresenta una frazione di valore unitario, che subisce variazioni in relazione alle performance dei titoli in cui è investito il patrimonio. I capital gain o capital loss sono relazionati all'ammontare di quote possedute

2. Le Tipologie

Prima del TUF le varie tipologie di fondi erano stabilite direttamente dalla normativa primaria (la prima legge in tal senso fu la n.77/1983). Ad oggi il TUF (art. 37) ha completamente riorganizzato la disciplina in materia: spetta infatti al Ministero delle Economie e delle Finanze, il compito di determinare con proprio regolamento sentite la Consob e Banca d'Italia, i criteri e divieti alla base dei fondi comuni di investimento e le disposizioni in materia di contenimento e frazionamento del rischio, disciplinate con Regolamento della Banca d'Italia (Capriglione, 2015)²².

Una prima classificazione fa riferimento alle modalità di distribuzione dei profitti, distinguiamo tra:

- *fondi a distribuzione dei proventi*: in tale tipologia di fondi il risparmiatore riceve sul suo conto corrente le plusvalenze derivanti dalle cedole;

²² Fonte: Capriglione F. (2015). Tratto da: *Manuale di Diritto Bancario e finanziario*.

- *fondi ad accumulazione dei proventi*: sono fondi in cui il realizzo concreto da parte del risparmiatore avviene solo mediante la vendita delle quote.

Una ulteriore classificazione dei fondi comuni di investimento fa riferimento alla distinzione fra: *Fondi mobiliari aperti*, *Fondi mobiliari chiusi*, *Fondi riservati* e *Fondi speculativi*.

Le categorie di base sono comunque due: fondi mobiliari aperti e chiusi; per quanto attiene invece i fondi riservati e i fondi speculativi sono complementari alle prime due tipologie.

Esistono poi forme di ibridazione che consentono di investire in quote di fondi appartenenti ad una tipologia diversa.

2.1 Fondi mobiliari aperti

I *fondi comuni di investimento aperti* si caratterizzano per il fatto che la sottoscrizione è possibile in ogni momento ed in ogni momento è possibile ottenere il rimborso totale o parziale del capitale conferito (quote).

Questo particolare elemento che caratterizza i fondi comuni aperti condiziona conseguentemente le politiche di investimento del fondo: dal momento che il sottoscrittore può ottenere il rimborso delle quote in qualsiasi momento, è necessario che il patrimonio del fondo sia investito in strumenti finanziari, beni dotati di un alto grado di liquidabilità o se non altro negoziabili ed è quindi soggetto a variazione nel tempo.

Il fondo aperto è una forma di investimento che tipicamente si indirizza al pubblico (Enriques, 2004)²³.

Onde evitare che il rischio di liquidità ricada sul patrimonio del fondo, è necessario destinare una percentuale dello stesso in strumenti liquidi: strategia che in alcuni casi può influenzare sfavorevolmente l'andamento del suddetto strumento finanziario.

In merito agli investimenti, questi vengono selezionati solo su mercati regolamentati: solo ai fondi di tipo chiuso è concesso investire in strumenti finanziari o beni che non hanno un mercato ufficiale.

²³ Fonti: Costi R. Enriques (2004). Tratto da: *Trattato di Diritto Commerciale. Il mercato mobiliare*

Le SGR, le SIM (Società di intermediazione mobiliare) e gli istituti di credito sono gli unici enti in grado di collocare i fondi comuni aperti sul mercato. La durata dipende dalla natura degli investimenti effettuati, ma comunque non può essere superiore a quella della SGR che lo ha proposto: non sono infatti stabiliti limiti specifici di durata.

A titolo esemplificativo, tale categoria di fondi può investire in:

- Strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati;
- Strumenti finanziari non quotati, per una percentuale non superiore al 10% del patrimonio;
- Depositi bancari che per almeno il 50% siano rimborsabili a vista o con preavviso di 15 giorni

I fondi mobiliari aperto si dividono, a loro volta, in:

- *Fondi armonizzati*: i cosiddetti OICVM (Organismi di Investimento Collettivo in valori mobiliari) che sono regolati dalle direttive n.85/611/CEE e n.88/220/ CEE;
- *Fondi non armonizzati*: regolati dalla direttiva AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) n. 2011/61/UE.

Dal 2003 è prevista un'ulteriore suddivisione dei fondi in 5 distinte categorie:

- *Fondi obbligazionari e fondi di liquidità*: per i quali è stabilito il divieto di investire in azioni (fanno eccezione i fondi misti, per i quali è consentito invece di investire in azioni una percentuale compresa tra lo 0 e il 20 per cento);
- *Fondi bilanciati*: che investono in azioni per un ammontare che va dal 10 al 90 per cento;
- *Fondi azionari*: che investono per una quota non eccedente il 70 per cento in azioni;
- *Fondi flessibili*: che invece non presentano vincoli all'investimento.

2.1.1 Fondi aperti armonizzati

I *fondi armonizzati* sono disciplinati dalla direttiva europea del 2014/91/UE, che prende il nome di Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities cosiddetta UCITS V (la prima direttiva risale al 1989) (CONSOB, 2016)²⁴.

La normativa summenzionata ha come scopo principale quello di unificare la disciplina in materia, in modo tale da rafforzare i poteri conferiti alle Autorità di vigilanza e garantire conseguentemente retribuzioni eque.

Attraverso questa direttiva, viene rafforzato il potere chiarificatore e gli obblighi di trasparenza del prospetto iniziale, facciamo riferimento a:

- maggiori informazioni su eventuali situazioni di conflitto di interesse;
- calcolo delle remunerazioni corrisposte per gli amministratori delle SGR, attraverso la costituzione di un comitato remunerazioni;
- maggiori informazioni sull'utilizzo di strumenti derivati;
- costituzione di un passaporto unico europeo;
- definizione di specifiche condizioni per le SGR, riguardanti il capitale e la loro operatività;
- costituzione del *Key Investor Information Document*, cosiddetto KIID, un documento che indirizza le politiche di investimento, la collocazione geografica, il profilo rischio-rendimento ed infine i costi e rendimenti passati;
- ogni fondo deve essere dotato di politiche di investimento ad hoc, legate a specifiche classi di rating.

Secondo la disciplina comunitaria il fondo aperto armonizzato si costituisce con la previsione di criteri e limiti all'investimento:

- contenimento del rischio e la sua relativa ripartizione;
- grado di liquidità dell'investimento;

Dal momento che nei fondi aperti armonizzati gli strumenti finanziari quotati e non quotati non possono essere detenuti in misura eccedente il 10% del patrimonio del fondo (con l'obiettivo di limitare i rischi in capo al fondo), viene stabilito un limite per gli

²⁴ Fonte: Consob (2016). *Disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Recepimento della direttiva 2014/91/ue (UCITS V) e ulteriori interventi di modifica.*

investimenti effettuati da uno stesso emittente, in tal senso l'esposizione in derivati non deve superare il valore complessivo netto del patrimonio facente capo al fondo.

A questo scopo sono stati stabiliti una serie di divieti:

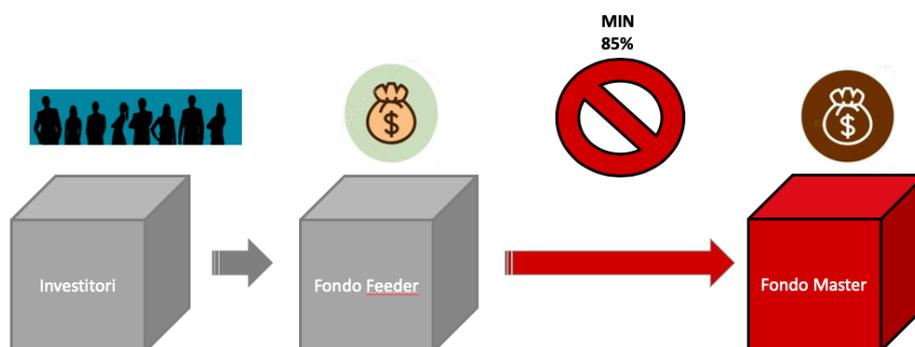
1. effettuare prestiti in forme diverse da quelle previste in disciplina;
2. short selling su strumenti finanziari;
3. l'investimento in strumenti emessi dalla SGR che ha costituito il fondo o che lo gestisce;
4. comprare metalli e/o pietre preziose;
5. l'investimento in beni ceduti o conferiti da un socio, amministratore o direttore della SGR o della SICAV, o da una società appartenente al gruppo, stessa cosa vale per i beni ceduti a tali soggetti.

Le finalità sono assicurare innanzitutto la liquidità del patrimonio del fondo, ma anche che l'effettuazione di tali operazioni non avvenga in situazioni di conflitto di interesse ed infine evitare rischi eccessivi in capo al fondo.

Le cartolarizzazioni con riferimento ai crediti ceduti da soci della SGR o da soggetti appartenenti al gruppo possono avere luogo nel limite del 3% del valore del fondo.

Nell'ambito dei fondi armonizzati, rilevano i rapporti strategici tra *fondi master* e *fondi feeder*. Il fondo feeder, regolato dalle direttive comunitarie in materia di OICVM, secondo quanto stabilito dalla disciplina è in grado di investire almeno l'85% dei suoi asset in un altro fondo o in sue quote (fondo master). Il fondo master non può a sua volta essere un fondo feeder né detenere sue quote (figura 1) (PWC, 2013)²⁵

Figura 1 – Fondi master e fondi feeder



²⁵ Fonte: PWC (2013). Tratto da: <https://www.pwc.com/it/it/industries/asset-management/assets/docs/master-feeder.pdf>

Il feeder può contenere fino al 15% di altre attività qualificanti, che comprendono:

- attività liquide accessorie
- derivati ammissibili
- beni immobili e mobili, essenziali per le imprese.

Le seguenti caratteristiche consentono al fondo master un'operatività in paesi caratterizzati da migliori opportunità di investimento e con regimi fiscali migliori.

2.1.2. Fondi aperti non armonizzati

I *fondi non armonizzati* sono tutti quei fondi che in base a quanto stabilito dal d.m. 228/1999 di Banca d'Italia, non rientrano nella categoria di fondi armonizzati.

Tale categoria di fondi rappresenta un'alternativa ai fondi aperti armonizzati e può investire in strumenti finanziari e attività immobiliari caratterizzate da un minore grado di liquidità. I fondi non armonizzati sono più rischiosi rispetto a quelli armonizzati, indirizzati solitamente alla clientela professionale. Il fatto che tale categoria di fondi non sia soggetta alle direttive comunitarie, fa in modo che questi si caratterizzino per una maggiore libertà di investimento.

Anche in questa categoria di fondi, l'investitore può ottenere in qualsiasi momento il rimborso delle quote, con la conseguenza che il loro patrimonio può essere investito solo in strumenti finanziari quotati e non quotati in un mercato regolamentato e depositi bancari di denaro.

L'ammontare minimo di sottoscrizione con riguardo alle quote di fondi investite in derivati deve essere almeno pari a 50.000€. La disciplina è sostanzialmente analoga a quella dei fondi armonizzati, con alcune modifiche che riguardano principalmente una maggiore libertà di investimento: questa categoria di fondi può investire in fondi chiusi quotati nel limite del 20% del totale delle attività e in fondi speculativi sotto determinate condizioni (sono forme ibride).

La disciplina viene regolata dai Gestori di FIA (GEFIA), mentre il fondo rimane regolamentato da normative nazionali. Fra i requisiti dei GEFIA, abbiamo la necessità di

autorizzazione da parte dello Stato membro e l'acquisizione del passaporto unico europeo.

Un gestore può ottenere un'autorizzazione a gestire sia un fondo armonizzato, sia un fondo alternativo. I FIA (Fondi di investimento alternativo) si dividono a loro volta in fondi aperti, chiusi e riservati (tabella 1) (Di Paolo, 2016)²⁶

Tabella 1 – Fondi armonizzati e fondi alternativi a confronto

	Fondi armonizzati	Fondi alternativi
Ambito di applicazione	Direttive UCITS (*UCITS IV)	Direttiva AIFM (direttiva 2011/61/UE)
Tipologia	Unicamente di tipo aperto	sia aperti che chiusi
Oggetto dell'investimento	Esclusivamente le attività indicate nelle direttive UCITS (presenza, inoltre, di limiti percentuali)	ampia gamma di strumenti finanziari (vincoli meno stringenti rispetto ai fondi armonizzati)
Clientela	Prevalentemente investitori al dettaglio, ma anche investitori professionali	investitori professionali (con possibilità per gli stati membri di estendere la commercializzazione di alcune tipologie di FIA anche presso investitori retail*)

2.2 Fondi mobiliari chiusi

I *Fondi chiusi* appartengono alla categoria dei fondi comuni, si distinguono dalle categorie precedenti per il fatto che il numero delle quote è fisso e il diritto al rimborso delle stesse nei confronti dei partecipanti si verifica solo per scadenze predeterminate attraverso lo smobilizzo degli investimenti. Questo non impedisce lo scambio di quote sul mercato, ma le loro variazioni non influiscono sul patrimonio del fondo perché il relativo rimborso è predeterminato. Caratteristica peculiare di questi fondi è che gli investimenti sono poco liquidi e a lungo termine, solitamente almeno 10 anni.

Tali fondi investono prevalentemente in strumenti finanziari o beni che non hanno un mercato ufficiale e nello specifico in:

- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;

²⁶ Fonte: Fabrizio Di Paolo (2016). *La disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio*

- crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- strumenti finanziari non quotati diversi dagli OICR aperti per un ammontare superiore al 10 per cento del patrimonio;

Mentre i fondi aperti raccolgono capitali ed effettuano rimborsi in via continuativa, quelli chiusi effettuano la raccolta solo in tranches determinate e prevedono il rimborso solo a determinate scadenze. Il processo di raccolta delle sottoscrizioni si articola nelle seguenti fasi (Del Federico, 2005)²⁷:

- Inizialmente, in base a quanto sancito dal regolamento del fondo, per il quale è necessaria l'approvazione da parte di Banca d'Italia, avviene la raccolta di sottoscrizioni mediante una o più emissioni di quote che andranno a costituire il patrimonio del fondo. Le quote devono essere sottoscritte entro 18 mesi dalla data pubblicazione del prospetto come stabilito dall'art.94 del TUF.

Nel caso in cui le quote non siano offerte al pubblico, viene considerato come riferimento la data di approvazione del regolamento del fondo;

- Nel caso in cui il periodo di sottoscrizione sia terminato, abbiamo due possibilità: se le sottoscrizioni sono avvenute per un ammontare minore a quello stabilito dal regolamento, è consentito ridimensionare il patrimonio previa comunicazione alla Banca d'Italia.

Se invece le sottoscrizioni sono avvenute per un ammontare maggiore a quello stabilito dal regolamento, la SGR può aumentarne il patrimonio, sempre previa comunicazione alla Banca d'Italia;

- Avvenuta la sottoscrizione delle quote, i versamenti delle stesse devono essere effettuati entro il termine stabilito nel regolamento: fanno eccezione i fondi riservati per i quali i versamenti possono avvenire anche in più soluzioni, ma con l'obbligo da parte del sottoscrittore di effettuarli in qualsiasi momento su richiesta della SGR in base alle necessità del fondo.
- Secondo quanto stabilito dal regolamento, il rimborso delle quote ai partecipanti avviene a scadenza del fondo oppure anticipatamente. Nel caso in cui il regolamento del fondo lo preveda e su richiesta della SGR, la Banca d'Italia può concedere il *periodo di grazia*, ovvero una proroga della durata del fondo non maggiore a 3 anni al fine di giungere allo smobilizzo degli investimenti.

²⁷Fonte: Del Federico, L. (2005). *Fondi immobiliari chiusi: apporto di pluralità di immobili*.

- Nel caso di emissioni successive alla prima e se previsto dal regolamento, i rimborsi anticipati si verificano con la stessa frequenza ed in concomitanza con le nuove emissioni.

Nel caso in cui le condizioni di mercato possano influire in maniera negativa sulle vendite, viene concessa una proroga.

Nel caso specifico di fondi chiusi che prevedono una sottoscrizione almeno pari a 25.000 euro è obbligatoria la quotazione dei certificati: questo con l'obiettivo di consentire agli investitori, tramite la quotazione, un possibile smobilizzo dell'investimento anche prima della scadenza, determinata con regolamento del fondo.

Anche nel caso dei fondi chiusi il patrimonio non può essere investito in beni ceduti o conferiti da un socio, amministratore o direttore generale SGR o da una società del gruppo, né è possibile cedere tali beni direttamente o indirettamente ai medesimi soggetti. Per tutte le ragioni elencate, questa categoria di fondi si caratterizza per un profilo di rischio più elevato rispetto ai fondi aperti.

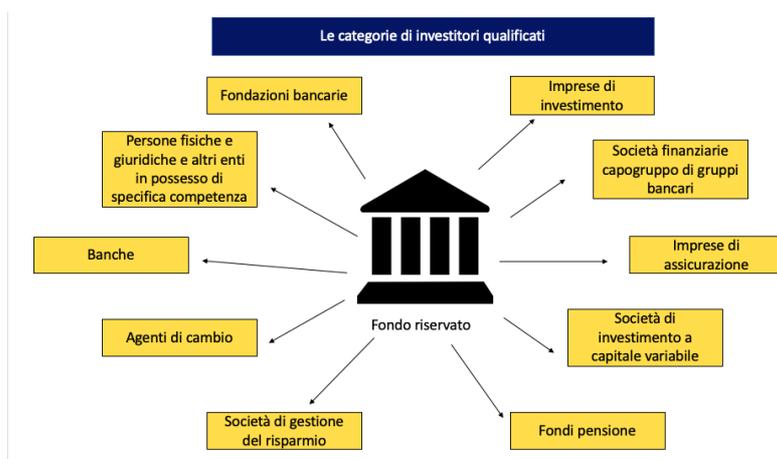
2.3 Fondi riservati

Sono fondi la cui partecipazione è riservata a investitori qualificati, che si caratterizzano per la loro particolare conoscenza riguardante le operazioni finanziarie: tali fondi sono dunque esclusi a priori dalla destinazione al pubblico. Questo ovviamente influisce sulle politiche di investimento del fondo essendo previsti limiti che si distinguono da quelli generalmente fissati per i fondi aperti e chiusi.

La nozione di “investitori qualificati” utilizzata per i fondi riservati non coincide ed è più ampia di quella di “clientela professionale” utilizzata in tema di servizi di investimento o di “controparte qualificata” in base a quanto sancito dall'art. 100 TUF (Gabrielli & Lener, 2011) (figura 2)²⁸.

²⁸ Fonte: Gabrielli, E. e Lener R. (2011). *I contratti del mercato finanziario*.

Figura 2 – Gli investitori qualificati nei fondi riservati



In merito alle quote dei fondi riservati a investitori qualificati, questi “*non possono collocare, rimborsare o rivendere le stesse a soggetti diversi da quelli stabiliti nel regolamento del fondo*” (art. 15, co.4, d.m. 228/1999).

Tale categoria di fondi può derogare alle norme di carattere prudenziale stabilite da Banca d’Italia e ad essa trovano applicazione i divieti stabiliti sia per i fondi aperti che per i fondi chiusi.

Ne deriva che un fondo riservato può essere sia aperto che chiuso: nel caso specifico di un fondo riservato aperto questo potrà investire nelle categorie di asset previste per i fondi aperti, fermo restando la possibilità di derogare ai limiti, ma non ai divieti, stabiliti dalla Banca d’Italia.

Il patrimonio del fondo può essere investito anche in fondi speculativi, ma entro il limite del 30%.

2.4 Fondi speculativi

I *fondi speculativi*, noti anche come “*hedge funds*” si distinguono dalle altre categorie di fondi per il regime di sottoscrizione delle quote e per la corrispondente modalità di circolazione delle stesse. Diversamente dai fondi riservati:

1. è stabilito un divieto di sollecitazione all’investimento;
2. è prevista una sottoscrizione minima iniziale pari a 500 mila euro;

3. non si rivolgono in via esclusiva a determinate categorie di investitori o ad investitori considerati esperti, tuttavia le caratteristiche descritte ai punti 1 e 2, rendono il fondo riservato a tutti gli effetti ad investitori esperti o quantomeno dotati di elevate risorse finanziarie (Cacciamani C. , 2008)²⁹.

Peculiarità dei fondi speculativi è la possibilità di derogare ai divieti stabiliti dalla Banca d'Italia, influenzando così sulle politiche di investimento e sui profili di rischio, del tutto diversi dalle categorie sino ad ora citate.

Il regolamento del fondo, deve menzionare la rischiosità dell'investimento e specificare che questo avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio indicate da Banca d'Italia.

Il provvedimento di Banca d'Italia del 21 giugno 2007, ha rimosso l'obbligo di costituire una SGR che abbia come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di fondi speculativi, inizialmente previsto e motivato in base ad esigenze di stabilità.

2.5 Fondi garantiti

I fondi garantiti rappresentano una particolare categoria di fondi in grado di assicurare agli investitori la restituzione del capitale investito oppure la garanzia di un rendimento minimo. In merito alla forma, possono essere di tipo aperto o di chiuso. Tale categoria di fondi può essere costituita anche da SGR che abbiano stipulato specifiche convenzioni con banche, imprese di investimento ed imprese di assicurazione.

2.6 Le SICAV

La gestione collettiva del risparmio è riservata oltre che alle SGR anche alle *SICAV*, definite dal TUF quali “*società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni*” (TUF, 1998).

²⁹ Fonte: Cacciamani C. (2008). *Hedge funds, private equity e fondi immobiliari: strategie vincenti per portafogli decorrelati*.

Sono state introdotte con il decreto legislativo n. 84/1992. Quanto all'investitore, esso ricopre la carica di socio partecipante che, attraverso il suo diritto di voto, può influire sulle decisioni d'investimento. Per quanto riguarda la gestione, tali società sono sottoposte alle stesse norme applicate per i fondi aperti (Antonucci, 1999)³⁰.

Le SICAV possono costituirsi solo previa autorizzazione di Banca d'Italia, sentita la Consob; tale autorizzazione è dunque condizione non solo per l'avvio dell'attività ma anche per la costituzione della SICAV. Le condizioni per l'autorizzazione coincidono con quelle stabilite per le SGR.

Nelle SICAV vi è una necessaria coincidenza tra capitale e patrimonio netto; ciò comporta che ad esse non si applica la disciplina relativa al capitale delle società per azioni. Le azioni sottoscritte possono essere nominative o al portatore: queste ultime però conferiscono a ciascun socio un solo voto a prescindere dal numero di azioni di questo tipo possedute (come nel caso delle società cooperative) (Colombo & Portale, 1993)³¹.

La struttura delle società è a sistema misto, nel quale convivono tratti tipici delle società cooperative e del sistema delle società per azioni.

Lo statuto della SICAV può stabilire:

- limiti al numero di azioni emesse;
- vincoli al trasferimento delle azioni;
- diversi comparti di investimento, ognuno dei quali può emettere una specifica categoria di azioni: così facendo i criteri di ripartizione delle spese avvengono all'interno dei vari comparti;
- emissioni di frazioni di azioni, che però non attribuiscono al possessore specifici diritti, dal momento che il loro esercizio è vincolato al possesso di almeno un'azione.

Limite delle SICAV è il divieto di emissione di azioni e obbligazioni di risparmio, divieto che si estende anche alla possibilità di comprare o comunque possedere azioni proprie.

Il voto può essere dato per corrispondenza, se lo statuto lo consente: in questa circostanza l'avviso di convocazione deve esprimere chiaramente la deliberazione proposta e

³⁰ Fonte: Antonucci A. (1999). *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*.

³¹Fonte: Colombo E. e Portale G. (1993). *Trattato delle società per azioni*

sottoposta a votazione: nel caso in cui viene invece stabilita la non conformità della stessa, non si tiene conto del voto.

L'avviso viene pubblicato, attraverso indicazioni che fanno riferimento anche ad altre informazioni concernenti il valore patrimoniale della società e il valore unitario delle azioni; il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione è stabilito entro trenta giorni.

Una particolare disciplina è prevista per il conferimento di deleghe gestionali a soggetti esterni.

Il TUF, in tal senso contempla varie possibilità:

- Le SICAV possono delegare alle SGR poteri di gestione;
- in sede costitutiva, possono essere autorizzate dalla Banca d'Italia ad affidare ad una SGR oppure a società di gestione armonizzata (SGA) la gestione dell'intero patrimonio;
- possono demandare specifiche scelte di investimento ad altre società.

La società si scioglie se il capitale della stessa si riduce al di sotto della misura minima e permane tale per un periodo 60 giorni.

2.7 Le SICAF

Le *Società di investimento a capitale fisso* sono state introdotte con il decreto legislativo 44/2014 e diversamente da quanto stabilito per i fondi comuni di investimento, si contraddistinguono per una forma societaria, anziché contrattuale.

Anche le SICAF fanno parte degli organismi di investimento collettivo del risparmio: devono costituirsi in forma chiusa e adottare la forma delle società per azioni aventi come oggetto l'investimento collettivo del patrimonio raccolto tramite l'offerta di proprie azioni e altri strumenti finanziari (Carrière, 2016).

Le SICAF devono essere iscritte in un apposito albo tenuto da Banca d'Italia, con il compito di sottoscrizione di azioni o strumenti finanziari. La partecipazione è vincolata

per tutta la durata della società ed i sottoscrittori devono partecipare anche alle decisioni, quindi alle politiche gestionali.³²

3. La struttura organizzativa

I fondi comuni di investimento hanno una struttura organizzativa che si basa su tre soggetti principali:

- La *Società di Gestione del Risparmio*, (“SGR”): ovvero la società il cui obiettivo primario è la gestione collettiva del risparmio;
- Il *soggetto depositario*, ovvero l’ente creditizio o l’intermediario finanziario responsabile del patrimonio del fondo; della custodia degli strumenti finanziari e delle liquidità di pertinenza del fondo. Il soggetto depositario ha obblighi di trasparenza nei confronti del fondo e dell’SGR e deve avere sede nello stesso Stato membro della SGR o filiale costituita *ad hoc*;
- La *rete di vendita*, responsabile del collocamento delle quote, spesso identificata da banche, il cui gruppo di appartenenza coincide con quello della SGR.

4. Le società di gestione del risparmio

Sono state introdotte dal TUF all’art.1 che le definisce come “*società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio*”.

Possono essere definite come “*gestore unico*” (sia di fondi mobiliari che immobiliari) in quanto possono svolgere sia gestione in monte in concorrenza con le SICAV, che individuale in concorrenza con le banche e le SIM. In base a quanto stabilito dal TUF, due sono le attività che caratterizzano la gestione collettiva (Merola, 2004)³³:

- Promozione dei fondi comuni di investimento;

³² Fonte: Carrière P. (2016). *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*

³³ Fonte: Merola F. (2004). *I fondi immobiliari*.

- Gestione del patrimonio degli OICR (che comprendono i fondi comuni di investimento e le SICAV) ovvero gli Organismi di investimento collettivo del risparmio

Queste attività possono essere esercitate da un medesimo soggetto, la SGR o da due distinte entità, *SGR promotrice* e *SGR di gestione*. Nel caso in cui la SGR di promozione è distinta da quella di gestione, esse sono entrambe responsabili nei confronti degli investitori. Questo non avviene nel caso deleghe gestionali (possibili sia per la gestione collettiva che per quella individuale), in base alle quali il delegato assume la figura di sostituto dell'intermediario. La delega non implica alcuna limitazione di responsabilità per la SGR delegante.

La struttura della gestione collettiva si basa sul fondo comune e sulla SGR che gestisce tale fondo; il patrimonio del fondo per definizione è autonomo.

Allo scopo di contrastare comportamenti fraudolenti è previsto che sia banca depositaria a detenere la liquidità e gli strumenti finanziari appartenenti al fondo, per la cui custodia deve essere incaricata un'unica banca depositaria.

Per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria sono previsti requisiti individuati da Banca d'Italia.

L'*autorizzazione* è rilasciata dalla Banca d'Italia, sentito il parere obbligatorio della Consob al ricorrere delle condizioni indicate nel dettaglio nella figura 3.

Figura 3 – Le condizioni per l'autorizzazione

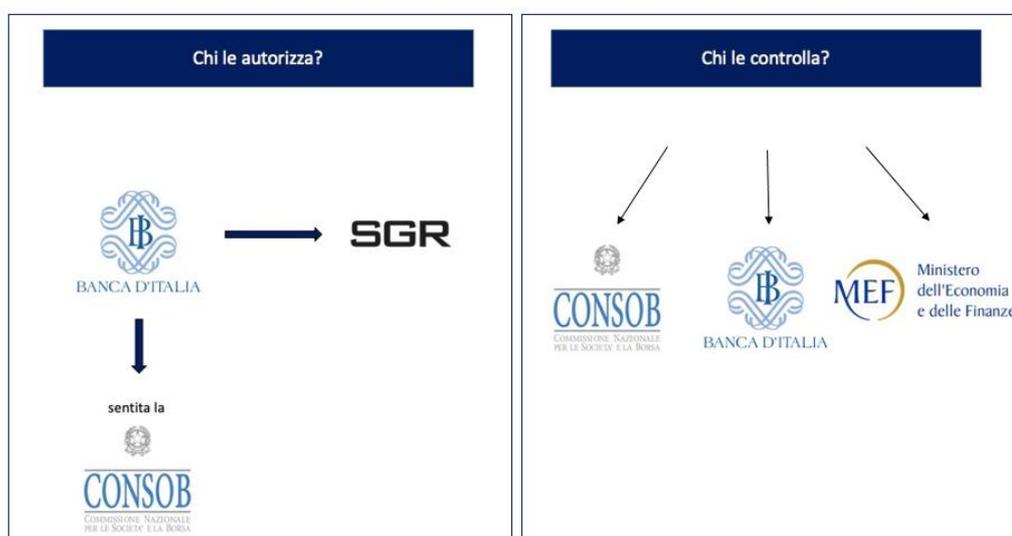
Art. 34 TUF - Autorizzazione della Società di Gestione del risparmio

- a) Sia adottata la forma di società per azioni;
- b) Sede legale e direzione generale localizzate nel territorio della Repubblica;
- c) Il capitale sociale sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale da Banca d'Italia;
- d) I soggetti che svolgono funzione di amministrazione, direzione e controllo e i partecipanti al capitale abbiano i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza stabiliti dalla normativa secondaria;
- e) Lo statuto preveda come oggetto esclusivo l'investimento collettivo delle disponibilità raccolte mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni;
- f) La struttura del gruppo di cui è parte non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio di vigilanza sulla società;
- g) Venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa.

L'autorizzazione è negata quando dalla verifica delle condizioni non viene garantita la sana e prudente gestione. Le SGR che hanno ricevuto l'autorizzazione in Italia sono iscritte in un albo tenuto da Banca d'Italia (figura 4) (Borsa italiana, 2018)³⁴.

Le SGR possono operare in uno Stato comunitario ed extra-comunitario, sia stabilendovi succursali che in libera prestazione dei servizi, previa autorizzazione di Banca d'Italia: condizione per il rilascio dell'autorizzazione è la collaborazione tra Banca d'Italia, Consob e le Autorità dello stato ospitante.

Figura 4 – Autorizzazione e controllo



Per lo svolgimento all'estero dell'attività di gestione individuale sono previste procedure analoghe a quelle delle SIM.

In merito alle *funzioni* principali della SGR, abbiamo:

- la promozione e gestione del fondo;
- l'investimento delle disponibilità raccolte;
- lo svolgimento del servizio di gestione di portafoglio;
- l'istituzione di fondi pensione;
- lo svolgimento di attività connesse o strumentali stabilite da Banca d'Italia sentita la Consob;
- i servizi accessori di custodia e amministrazione di strumenti finanziari, limitatamente a quote di OICR;
- lo svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti;

³⁴ Fonte: Borsa italiana (2018). Tratto da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>

- la commercializzazione di quote o azioni di OICR di terzi.

Più nel dettaglio, abbiamo che:

- la *funzione di controllo*: deve verificare la regolarità della gestione e il corretto funzionamento delle aree operative;
- la *funzione di revisione*: che agisce indipendentemente dalle altre funzioni;
- la *funzione di compliance* che si occupa del controllo di conformità delle norme.

Obiettivo della *normativa primaria* è conciliare le diverse esigenze di promozione e gestione, con riferimento all'interesse degli investitori.

La *normativa secondaria* e il regolamento di Banca d'Italia del 2005 prevedono, invece il requisito di una dotazione minima di capitale iniziale per le SGR e l'idoneità dei partecipanti ad assicurare una sana e prudente gestione.

I soggetti che intendono acquisire partecipazioni in una SGR devono avere il requisito dell'onorabilità. La disciplina speciale vuole garantire una gestione non solo sana e prudente ma anche professionale e vigilata.

Il d.lgs.164/2007, di recepimento della MiFID, è intervenuto sull'organizzazione delle SGR, introducendo l'obbligo di adottare meccanismi efficaci per ottenere il migliore risultato possibile avendo riguardo a prezzo, costi e altre considerazioni.

Sono previsti, in aggiunta, da parte della SGR accertamenti in termini di *adeguatezza patrimoniale*: ovvero la verifica da parte dell'intermediario della presenza di determinate caratteristiche in capo al cliente, riguardanti la conoscenza dello stesso nel settore degli investimenti, la relativa condizione finanziaria e gli obiettivi in termini di investimento.

Per quanto attiene al *modello di governance*, è previsto l'obbligo da parte della SGR di indicare sia le strategie che la società intende adottare sia le metodologie per la loro realizzazione.

L'organo di governo della SGR è deputato ad attuare le scelte strategiche in materia di investimento e disinvestimento con riferimento alle politiche stabilite dal regolamento.

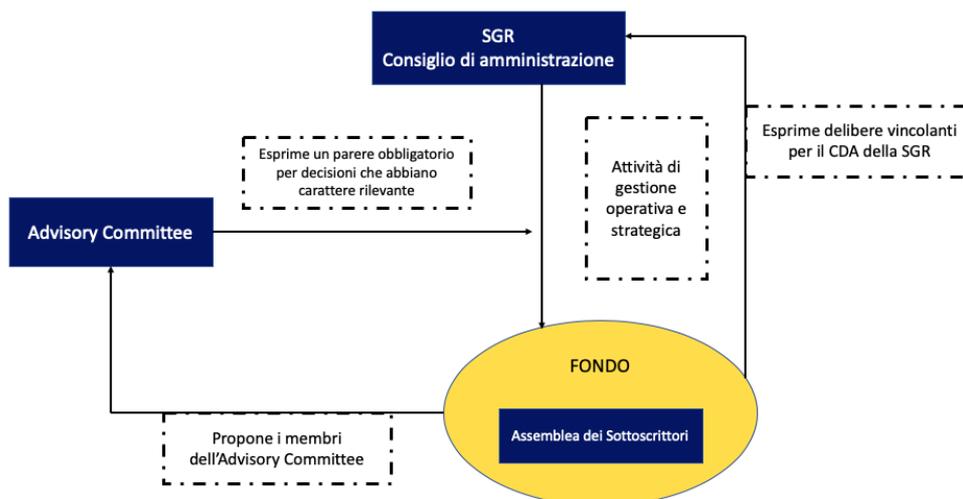
Per i conflitti di interesse tra SGR e OICR, le norme prevedono che i conflitti siano identificati e gestiti, ma spetta alla SGR il compito di pubblicare un'informativa in merito alle eventuali situazioni di conflitto: a tale proposito le SGR, in base all'art.40 TUF, devono:

- Operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti al fondo e in funzione dell'integrità dei mercati;
- Ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e garantire un equo trattamento degli OICR;
- Salvaguardare i diritti dei partecipanti.

Il controllo e la supervisione dei partecipanti si realizza attraverso la costituzione di altri organi di governance, che vengono direttamente stabiliti dal Regolamento di gestione e che sono rappresentati da (figura 3) (Cappio, Fellingine, & Vedana, 2006)³⁵:

- Assemblea dei partecipanti;
- Advisory committee.

Figura 3 – Organi di governance



Nel recepire la MiFID, il settore di gestione collettiva del risparmio e quello dei servizi di investimento hanno visto aumentare le loro affinità, anche in considerazione dell'estensione delle regole introdotte dalla MiFID sempre con riguardo alla gestione del risparmio.

³⁵ Fonte: Cappio F., Fellingine V., Vedana F. (2006). *I fondi immobiliari*

5. Banca Depositaria

La gestione collettiva si caratterizza anche per il ruolo svolto dalla Banca Depositaria, la banca nella quale devono essere depositate le disponibilità liquide e gli strumenti finanziari di proprietà del patrimonio del fondo.

In base a quanto stabilito dall'art. 38, co. 2 TUF, la “*Banca Depositaria è responsabile sia nei confronti della SGR che nei confronti dei partecipanti al fondo dell'inadempimento dei propri obblighi*”.

Le disposizioni in materia di vigilanza stabiliscono disposizioni indispensabili al fine di garantire l'indipendenza tra Banca Depositaria e la SGR (Ambrosino, 2008)³⁶.

La sede della Banca Depositaria deve coincidere con la sede dello Stato membro proprio della SGR.

La banca depositaria è un soggetto istituzionalmente incaricato con il compito di svolgere le seguenti attività:

- Garantire che l'emissione e il rimborso delle quote appartenenti al fondo siano legittimi, ma deve anche accertarne la destinazione;
- Garantire l'esattezza di calcolo nello stabilire il valore delle quote di proprietà del fondo oppure se la SGR lo richiede deve svolgere il calcolo lei stessa;
- Garantire che le controprestazioni riferite al fondo si svolgano rispettando i termini d'uso propri del fondo;
- Seguire le norme impartite dalla società di gestione, a meno che queste avvengano contrariamente a quanto stabilito dalla legge, dal regolamento o dalle indicazioni stabilite dagli organi di vigilanza.

Nel caso in cui vi siano irregolarità riguardanti l'amministrazione della SGR oppure la gestione di fondi comuni di investimento, gli amministratori ed i sindaci della banca depositaria hanno l'obbligo di darne comunicazione a Banca d'Italia e alla Consob, secondo i tempi previsti.

³⁶ Fonte: Ambrosino S. (2008). *Manuale di diritto del mercato finanziario*

6. Esperti indipendenti

L'esperto indipendente ("EI") è quella figura incaricata dal Cda della società di gestione con il compito di svolgere la valutazione dei beni oggetto di investimento del fondo.

Bisogna innanzitutto distinguere tra la figura di esperto indipendente persona fisica e persona giuridica. In entrambi i casi, l'assegnazione dell'incarico avviene previa verifica di determinati requisiti.

L'incarico di EI è condizionato ad alcune ipotesi di incompatibilità, che ne impediscono il conferimento (Cappio, Felling, & Vedana, 2006):

- Se tali figure sono rappresentate da soci, amministratori o sindaci della SGR che provvede al conferimento dell'incarico oppure nel caso in cui l'incarico venga conferito da altre società che controllano la SGR;
- Nel caso in cui siano legati da rapporti di lavoro subordinato o autonomo con la società di gestione che gli ha conferito l'incarico oppure nel caso di società che la controllano;
- Nel caso in cui tali figure abbiano con la società di gestione o con la società che le controlla rapporti di parentela o affini entro il quarto grado;
- Infine, nel caso in cui gli esperti possano in qualche modo influire negativamente sull'indipendenza nei confronti della SGR che gli ha conferito l'incarico

Nel caso di verifica di una delle situazioni summenzionate, l'esperto incaricato deve darne una comunicazione immediata alla SGR che entro 30 giorni deve comunicarlo a Banca d'Italia e CONSOB.

Nel caso in cui vi sia una situazione di conflitto di interesse, in merito ai beni oggetto di valutazione, l'esperto si astiene dalla valutazione previa comunicazione alla CONSOB.

La *relazione di stima*, sottoscritta da tutti gli esperti indipendenti incaricati, deve essere alla base di ogni valutazione: tale relazione deve indicare la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività di tutti quei beni che costituiscono il patrimonio del fondo, nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo (Vedana & Felling, 2014).³⁷.

³⁷ Fonte: Vedana F., Felling V. (2014). *Patrimoni - III edizione: Amministrazione e protezione, patrimoni italiani all'estero e voluntary disclosure*

Nel caso in cui gli EI siano persone giuridiche, la relazione deve essere sottoscritta da almeno uno degli amministratori, che sia in possesso dei requisiti previsti per gli esperti persone fisiche.

Nel caso di discostamenti dalle stime derivanti dal giudizio degli esperti, il CDA della società di gestione, deve darne comunicazione agli esperti e a Banca d'Italia, allegando una copia della relazione da essi redatta.

Inoltre, la SGR deve richiedere agli EI il cosiddetto “*giudizio di congruità*” del valore insieme ad una relazione analitica che evidenzii espressamente i criteri che sono stati applicati nella redazione dello stesso.

La redazione da parte degli EI di relazioni di stima deve avvenire sia nel caso di conferimenti di beni in natura, anche se conferiti da soggetti in conflitto di interesse, sia nel caso di operazioni di compravendita che avvengano tra il fondo e i soci della società o di società che la controllino.

Nel caso di conferimenti, la valutazione deve avvenire ad opera di un collegio composto al minimo da tre esperti oppure da un esperto quale persona giuridica.

Ad oggi non è, dunque, previsto un obbligo normativo di intervento degli esperti indipendenti quando si parli di acquisto di beni da parte di soggetti che non si trovino in una situazione di conflitto di interessi.

Tale incarico ha come termine massimo tre anni, con l'opzione di rinnovo valido una sola volta. Le retribuzioni di competenza degli esperti indipendenti, che sono addebitati al fondo, sono commisurati all'impegno e alla professionalità necessari a svolgere l'incarico e ovviamente del bene oggetto della valutazione.

Al fine di svolgere il ruolo di esperto indipendente è necessaria la presenza di determinati requisiti: come l'iscrizione all'albo professionale da almeno cinque anni e la capacità dello stesso di svolgere valutazioni tecniche o economiche dei beni di proprietà del fondo. In base a quanto stabilito dall'art. 13 del Testo Unico, è necessario che gli esperti siano in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dalla disciplina.

Nel caso in cui gli esperti siano persone giuridiche è necessario il possesso dei seguenti requisiti:

- L'oggetto sociale deve prevedere la valutazione dei beni oggetto dell'investimento del fondo;

- Una struttura organizzativa tale da garantire lo svolgimento dell'incarico.

7. L'attività di Vigilanza

L'attività viene esercitata dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB con riferimento ai servizi ed attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio. Gli obiettivi principali sono:

- Salvaguardare la fiducia nel sistema finanziario;
- Tutelare gli investitori;
- Stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario;
- Competitività del sistema finanziario;
- L'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

Al fine di perseguire questi obiettivi, la Banca d'Italia è responsabile del contenimento del rischio, della stabilità patrimoniale e della sana e prudente gestione, mentre alla Consob spetta la trasparenza e correttezza nei comportamenti.

8. Il Regolamento di gestione del Fondo

Il rapporto fra investitore e SGR ha natura contrattuale e si concretizza nel regolamento del fondo comune: tale documento è uniformato e viene stabilito unilateralmente dalla SGR, in modo che l'investitore non abbia su di esso alcun potere di intervento.

È soggetto all'approvazione da parte di Banca d'Italia (Caramini, 2018)³⁸.

La partecipazione al fondo comune è "incorporata in quote" rappresentate da certificati, destinati alla circolazione e negoziabili sui mercati regolamentati.

Il partecipante al fondo ha unicamente il diritto ad ottenere il rimborso della propria quota sotto forma della liquidazione di un importo in denaro; ed è escluso che possa ottenere la divisione in natura del patrimonio del fondo.

³⁸ Fonte: Caramini R. (2018). Tratto da: <https://www.iusinitinere.it/la-gestione-collettiva-del-risparmio-9857>

Il regolamento deve infatti contenere le informazioni chiave riguardanti il suo funzionamento, e nello specifico:

- Durata e caratteristiche del fondo;
- Patrimonio e quote del fondo;
- Destinatari;
- Politiche di investimento e governance del fondo;
- L'ammontare delle spese;
- Il calendario delle scadenze;
- La disciplina dei proventi: ovvero la loro distribuzione ai partecipanti in termini di frequenza, oppure la loro non distribuzione e il conseguente reinvestimento nel fondo.

9. Il Prospetto d'offerta

Il prospetto d'offerta è un documento con la funzione di raccogliere dati e notizie relativi all'offerta indispensabili agli investitori per poter giungere ad un giudizio legittimo sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, ma anche sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Il prospetto deve essere preventivamente pubblicato da tutti coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico.

Le informazioni contenute nel prospetto devono essere espresse in forma chiara e puntuale, in modo che tutti possano comprenderne ed analizzarne il contenuto (Giovagnoli & Fratini, 2009)³⁹.

La comunicazione del prospetto deve essere preceduta da una preventiva comunicazione alla Consob in cui si allega il prospetto, il cui obiettivo primario è descrivere l'offerta ed indicarne i soggetti promotori, in modo da garantire la presenza dei presupposti necessari allo svolgimento della stessa.

³⁹ Fonte: Giovagnoli R., Fratini M. (2009). *Le sanzioni amministrative*.

La pubblicazione del prospetto deve avvenire previa approvazione da parte della Consob, la quale ha dato vita a differenti schemi di prospetto che si distinguono per la natura dei prodotti offerti.

Il prospetto si compone anche di una nota di sintesi nella quale vengono riepilogate le informazioni chiave, attraverso un linguaggio non tecnico: il prospetto unitamente alla nota di sintesi forniscono agli investitori informazioni essenziali in merito alle caratteristiche dei prodotti, così che possano giungere ad un giudizio di investimento fondato su tali prodotti.

10. Il Rendiconto del Fondo

Il Rendiconto è un documento che contiene il conto economico, lo stato patrimoniale e la nota integrativa del fondo, ma anche la relazione degli amministratori e le informazioni trasmesse ai sottoscrittori, conformemente alla normativa emanata dalle Autorità di vigilanza.

Più nello specifico il rendiconto contiene la determinazione dei proventi distribuibili: la loro distribuzione è subordinata all' approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della società di gestione, giudizio fondamentale al fine di procedere alla loro distribuzione (Annunziata, 2017)⁴⁰.

I principi contabili applicati sono quelli utilizzati anche per i bilanci delle società immobiliari, a meno dei seguenti casi:

- Il valore dei beni immobili e/o diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, sono indicati al loro valore di mercato così come determinato dall'Esperto Indipendente. Dunque eventuali variazioni di valore degli immobili, conseguenti all'andamento generale del mercato e/o della specifica gestione del singolo bene, trovano riscontro contabile e generano possibili plusvalenze e minusvalenze non realizzate.
- I proventi distribuibili sono i proventi del Fondo depurati delle plusvalenze non realizzate.

⁴⁰Fonte: Annunziata F. (2017) *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Fattispecie e forme*

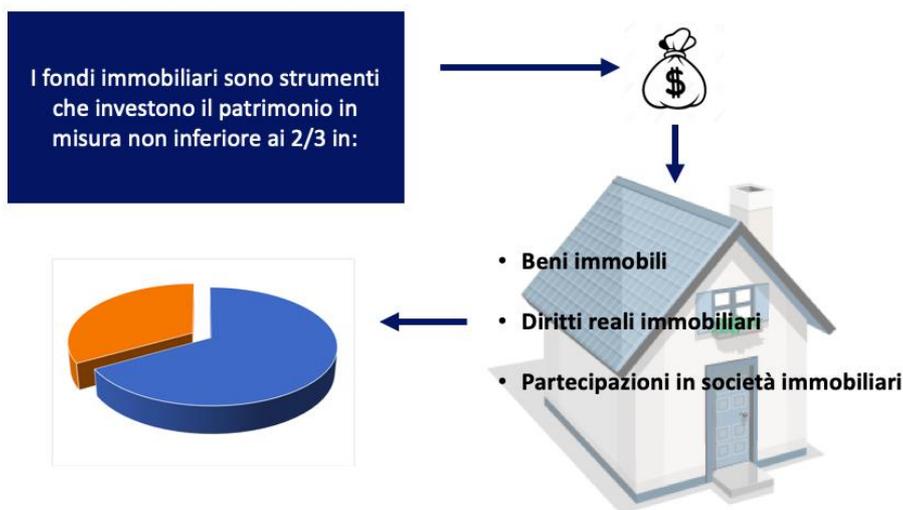
11. I Fondi immobiliari

I fondi immobiliari sono stati istituiti dalla legge n. 86/1994 e devono costituirsi obbligatoriamente in forma chiusa ma, anche se rappresentano una derivazione dei fondi chiusi, hanno regole che li distinguono da questi.

È solo con il d.m. 47/2003 che si è introdotta una dottrina innovativa in tema di valorizzazione degli attivi e di conflitto di interesse, con la distinzione tra fondi immobiliari semichiusi, semiaperti e flessibili.

Il patrimonio dei fondi immobiliari deve essere investito in “*beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo*” (Giannotti C. , 2006) (figura 4)⁴¹.

Figura 4 – I fondi immobiliari



Il patrimonio può essere raccolto anche tramite più emissioni di quote, con scadenze predeterminate ma non in via continuativa, infatti parallelamente alle nuove emissioni si possono effettuare rimborsi anticipati ai sottoscrittori che ne fanno richiesta, nei limiti delle risorse finanziarie raccolte e nel limite del 10% del valore del fondo.

⁴¹ Fonte: Giannotti C. (2006). *La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione*

Qualora si verificassero emissioni successive alla prima, viene stabilito che non è consentito effettuare ulteriori nuove emissioni a meno che non venga effettuato il richiamo di tutti gli impegni relativamente alle emissioni precedenti.

La sottoscrizione delle quote del fondo immobiliare può essere effettuata anche mediante conferimento dei beni indicati precedentemente (nel caso di fondi ad apporto).

La durata del fondo è compresa tra i 10 ed i 30 anni, ma l'elemento chiave è la coerenza con la natura degli investimenti e soprattutto che la durata non sia maggiore alla durata della SGR.

A tutela degli investitori e per ridurre il rischio di sopravvalutazione dei beni conferiti, il fondo immobiliare deve:

- nel caso in cui i beni oggetto di investimento non siano negoziati in mercati regolamentati, il fondo deve acquisire un'apposita relazione di stima, redatta non prima di trenta giorni dalla stipula dell'atto, ad opera degli esperti indipendenti. Il valore derivante da tale relazione non deve essere inferiore al valore delle quote emesse al momento del conferimento;
- dotarsi di una valutazione in grado di attestare la compatibilità e la redditività dei conferimenti con riguardo a quanto stabilito dalla politica di gestione del fondo, svolta da parte di un intermediario finanziario incaricato.

La struttura del Fondo immobiliare, che coincide con quella degli altri OICR, è la seguente:

- la società di gestione del risparmio;
- la banca depositaria;
- i partecipanti al fondo.

I fondi immobiliari sono sottoposti al controllo di Banca d'Italia, Consob e Ministero delle Economie e delle Finanze ("MEF").

L'autorizzazione è rilasciata dal MEF sentita Banca d'Italia.

Nel caso di fondi immobiliari non trova imposizione il *“divieto di investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o da una società del gruppo, nonché di cedere tali beni direttamente o indirettamente ai medesimi soggetti, con riguardo ai soci della società di gestione in merito ai fondi immobiliari o alle società appartenenti al gruppo cui la società*

appartiene". Il patrimonio del fondo è autonomo, ovvero è giuridicamente separato sia da quello di ogni partecipante, sia da quello del gestore.

Le operazioni summenzionate possono svolgersi condizionatamente al rispetto di determinati limiti:

- a) *quantitativi*: il valore del singolo bene oggetto dell'operazione in conflitto non deve essere maggiore di determinate soglie;
- b) *qualitativi*: i beni acquistati o venduti dal fondo devono derivare da un'attenta relazione di stima svolta da parte di esperti indipendenti e la delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR deve essere adeguatamente motivata.

Le quote del fondo sottoscritte a seguito di conferimenti devono essere detenute in misura almeno pari al 30 per cento, in relazione al valore della sottoscrizione da parte di colui che le ha conferite e detenute per almeno due anni dalla data relativa al conferimento.

Talune di queste limitazioni non si applicano ai fondi le cui quote siano uguali o superiori a 250.000 euro.

L'investimento in fondi immobiliari comporta una serie di benefici per i piccoli risparmiatori, di seguito elencati punto per punto (Cacciamani C. , *I fondi immobiliari ad apporto specializzati*, 2013)⁴²:

- investimenti in asset caratterizzati da un elevato esborso finanziario, che altrimenti risulterebbero insostenibili;
- la gestione dei fondi immobiliari necessita di notevole esperienza e professionalità;
- i costi legati alle transazioni nell'ambito immobiliare sono elevati;
- la riduzione del rischio è resa possibile solo attraverso portafogli diversificati, condizione garantita dalla presenza di numerosi asset nello stesso;
- liquidabilità tipica dei fondi immobiliari.

I fondi immobiliari si distinguono sulla base di:

- soggetti: retail o investitori qualificati;
- modalità di acquisizione relativa agli immobili: apporto oppure non apporto;

⁴² Fonte: Cacciamani C. (2013). *I fondi immobiliari ad apporto specializzati*

- politica di distribuzione: distribuzione dei dividendi o accumulazione.

12. Funzionamento dei Fondi Immobiliari

I fondi immobiliari si costituiscono attraverso un ammontare di patrimonio stabilito inizialmente, che può subire variazioni in aumento o in diminuzione conseguenti alla variazione dei beni sottostanti. Il numero di quote costituenti il patrimonio è in numero fisso.

La *prima fase* è rappresentata dalla sottoscrizione (figura 5) di un determinato ammontare di quote da parte di investitori o sottoscrittori necessarie alla gestione del portafoglio.

La raccolta avviene attraverso una o più emissioni di quote, ciascuna di uguale valore, in linea con quanto stabilito dal regolamento. La sottoscrizione deve avvenire, nel caso di offerta al pubblico, entro 18 mesi dalla pubblicazione del prospetto oppure in coincidenza con la data di approvazione da parte di Banca d'Italia del regolamento: una volta raggiunto il capitale necessario le sottoscrizioni vengono chiuse.

I versamenti delle quote devono avvenire nel rispetto dei limiti di tempo stabiliti dal regolamento del fondo (Cacciamani C. , Real estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare, 2012)⁴³.

Nel caso specifico in cui i versamenti abbiano ad oggetto fondi riservati, esiste la possibilità di effettuarli anche attraverso più soluzioni, questo a seguito dell'impegno da parte del sottoscrittore di effettuarli con rispetto delle esigenze di investimento stabilite dal fondo.

Dato che le risorse raccolte sono destinate ad essere investite in attività immobiliari, non è generalmente ammessa la possibilità di riscattare la quota prima della scadenza; pertanto l'investitore potrà liquidare questo tipo di strumento unicamente mediante la vendita sul mercato secondario regolamentato (nel caso di fondo ordinario) oppure *over the counter*, OTC.

⁴³ Fonte: Cacciamani C., (2012). *Real estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare*

La sottoscrizione delle quote, nel rispetto delle condizioni di disponibilità del fondo, può avvenire solo durante la fase di offerta ed il rimborso solo alla scadenza, non è quindi ammissibile l'acquisto o la vendita all'interno di un mercato regolamentato.

La quotazione all'interno di un mercato regolamentato viene stabilita dalla legge e garantisce una maggiore liquidità al capitale. A questo punto i partecipanti rientrano in possesso dei capitali investiti, maggiorati degli eventuali capital gain o capital loss, quindi influenzati dal tasso di sconto pari alla differenza tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota.

La richiesta di quotazione in un mercato regolamentato è obbligatoria per i fondi che prevedono un ammontare minimo della sottoscrizione inferiore ai 25.000 € e per i fondi ad apporto pubblico. Tale richiesta deve essere effettuata da parte della SGR entro 24 mesi dalla data di chiusura dell'offerta; tale termine, piuttosto lungo, consente al fondo l'attuazione del programma di investimento, evitando che esso si presenti al momento della quotazione con eccessiva liquidità. La quotazione permette al piccolo risparmiatore di liquidare sul mercato la propria quota in qualsiasi momento. I fondi immobiliari, come gli altri fondi chiusi, sono quotati presso il Mercato Telematico dei fondi, MTF e presso il segmento del Mercato Telematico Azionario, MTA.

La *seconda fase*, consiste nel selezionare gli immobili da rilevare e che entreranno a far parte del patrimonio del fondo, attraverso le quote raccolte nella fase iniziale.

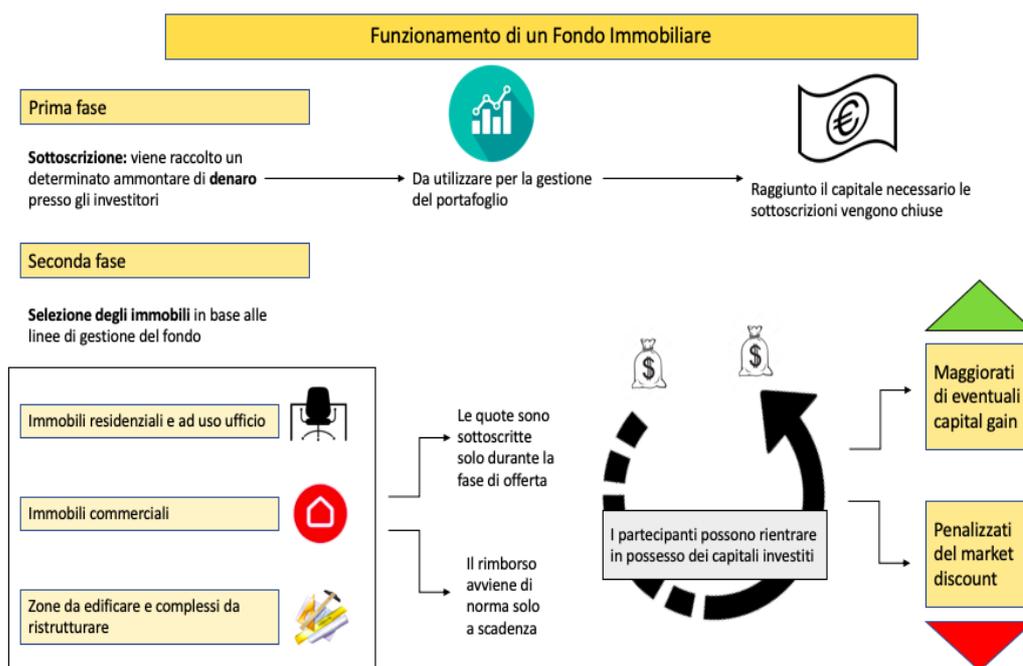
La selezione degli immobili deve rispettare le linee guida del fondo: alcuni fondi privilegiano immobili residenziali e ad uso uffici, altri invece immobili commerciali, altri ancora zone da edificare o complessi da ristrutturare.

Le risorse finanziarie generate dalla gestione possono essere assegnate ai sottoscrittori, attraverso la distribuzione dei proventi oppure attraverso il rimborso parziale delle quote, questo nel caso in cui non siano individuate adeguate opportunità di impiego.

Nel periodo antecedente la distribuzione dei proventi o i rimborsi pro quota, le risorse finanziarie sono tipicamente rappresentate da investimenti nel mercato monetario caratterizzati da rendimenti certi e pronta liquidità. Diverso è il caso di mercati maggiormente maturi, per i quali gli investimenti liquidi sono percentualmente più esigui e che si caratterizzano per una variegata offerta di opportunità di investimento adatte ai fondi immobiliari.

In merito al modello di governance dei fondi immobiliari, al fine di salvaguardare l'interesse dei sottoscrittori e la trasparenza delle operazioni, sono definite precise regole di comportamento, le quali limitano le azioni della SGR. Nel regolamento del fondo devono essere indicate le materie secondo cui i partecipanti del fondo si riuniscono in assemblea, al fine di determinare delibere che siano vincolanti per la società di gestione.

Figura 5 - Il funzionamento dei Fondi Immobiliari



L'assemblea dei partecipanti delibera sulla sostituzione della SGR, sull'ammissione alla quotazione e sulle modifiche delle politiche di gestione. Le delibere dell'assemblea vengono poi trasmesse alla Banca d'Italia ai fini dell'approvazione.

13. Modalità di costituzione dei Fondi Immobiliari

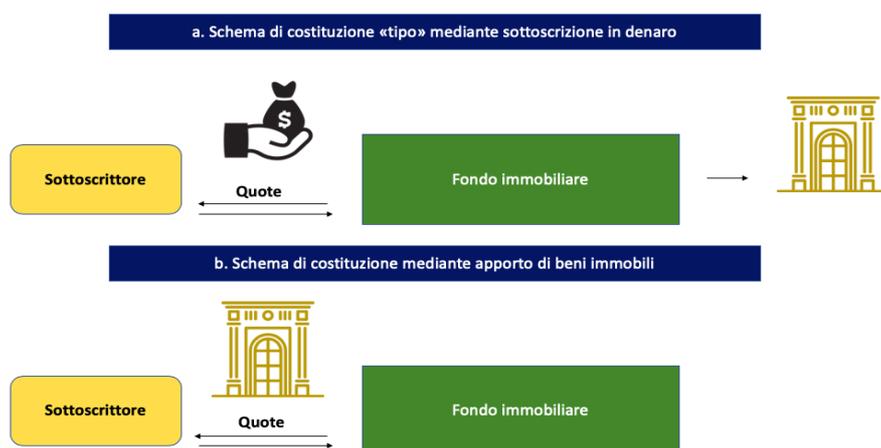
Un'importante differenziazione è rappresentata dalla modalità di costituzione dei fondi attualmente presenti sul mercato. La modalità di costituzione mediante apporto si differenzia dalla modalità ordinaria di istituzione di un fondo chiuso e prevede la preventiva sottoscrizione in denaro delle quote e il successivo investimento da parte del fondo (figura 6.a). Per quanto riguarda i fondi ad apporto, nella fase costitutiva del fondo,

l'apportante a fronte del conferimento del bene immobile riceve in contropartita quote del fondo immobiliare (figura 6.b) (Assogestioni, 2018)⁴⁴.

Nel caso di *fondi ad apporto retail*, l'apporto iniziale all'interno di un portafoglio immobiliare consente all'investitore di conoscere, nel momento in cui si verifica la sottoscrizione delle quote, l'esatta composizione del portafoglio in cui ha investito.

Va specificato che, in alcuni regolamenti, è prevista la possibilità da parte della SGR di assicurare al risparmiatore che tale portafoglio immobiliare rimanga sostanzialmente immutato nel corso della vita del fondo.

Figura 6 - Schema di costituzione



Ulteriore vantaggio, per i fondi retail è rappresentato dal fatto che l'apporto di un portafoglio immobiliare, di norma già a reddito, con rendimenti della misura del 7-8%, evita al fondo nei primi 12-24 mesi (periodo necessario a completare l'investimento delle risorse raccolte da un fondo tradizionale) di avere un'ingente quantità di liquidità investita in strumenti finanziari di pronta liquidabilità con rendimenti nettamente inferiori ai target indicati nei singoli regolamenti (maggiori del 5% su base annua).

Questo vantaggio non sussiste, qualora si tratti di fondi riservati a investitori istituzionali, in quanto il regolamento del fondo può prevedere la sottoscrizione delle quote e, successivamente, il richiamo degli impegni in funzione delle effettive esigenze di investimento del fondo.

⁴⁴ Fonte: Assogestioni (2018). Tratto da: <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1.772.0.49.html/fondi-ad-apporto>

14. Fondi immobiliari ad apporto pubblico e ad apporto privato

I *fondi immobiliari ad apporto pubblico*, in base a quanto sancito dalla legge n. 86/1994, prevedono “*l’apporto di beni immobili e/o diritti reali immobiliari, costituiti attraverso conferimenti che vengono effettuati per una misura almeno pari al 51% da parte di: Stato, Enti previdenziali pubblici, Regioni, Enti locali, Consorzi*”.

La sottoscrizione delle quote dei fondi ad apporto pubblico può avvenire entro un anno dalla loro sottoscrizione, anche da parte di soggetti privati purché l’ammontare sottoscritto sia al massimo pari al 49% del valore complessivo del patrimonio del fondo. Nessuno dei soggetti che provvede all’apporto deve essere in alcun modo collegato alla società di gestione.

La struttura tipica dei fondi immobiliari consente agli Enti pubblici la realizzazione di progetti a sviluppo e la valorizzazione del territorio, la realizzazione di infrastrutture e progetti di sostegno sociale.

Nei *fondi immobiliari ad apporto privato*, a differenza di quelli ad apporto pubblico, la sottoscrizione avviene da parte di investitori privati.

Il conferimento dei beni deve rispettare la seguente procedura:

- una relazione di stima elaborata da parte di esperti indipendenti, che nel caso in cui non abbia ad oggetto beni negoziati su mercati regolamentati deve essere non antecedente i 30 giorni.
- una valutazione effettuata da parte di un intermediario con lo scopo di indicare la linearità tra la redditività riguardante i conferimenti e la politica di gestione del fondo.

Il rischio principale che caratterizza i fondi ad apporto privato riguarda il conferimento di beni da parte di soggetti che siano soci della SGR o di società del gruppo, ad esclusione di amministratori, direttori e sindaci della SGR (Torre Sgr, 2018)⁴⁵.

Al fine di evitare situazioni di conflitto di interesse, sono state imposte le seguenti limitazioni:

- Il valore dei beni oggetto di cessione non deve oltrepassare il 10 per cento del valore del fondo;

⁴⁵ Fonte: Torre Sgr (2018). Tratto da: <http://www.torresgr.com/it/legislazionefondi.asp>

- Il limite del 40 per cento con riferimento al patrimonio riguardante le operazioni che avvengono con i soci della SGR;
- Il divieto di svolgere operazioni con soci o soggetti del gruppo cui appartiene la SGR per un ammontare superiore al 60% del patrimonio del fondo;
- Per emissioni di quote successive alla prima, la cessione del singolo bene non deve superare in valore il 10% del totale del patrimonio del fondo su base annua;
- I beni oggetto di cessione o conferimento devono essere accompagnati da una relazione di stima redatta da esperti indipendenti;
- Nel caso di sottoscrizioni di quote in regime di conflitto di interesse è stabilito un limite di detenzione da parte del soggetto che le ha conferite pari al 30% del totale del patrimonio sottoscritto e per un periodo di tempo di 2 anni dal momento del conferimento;
- L'intermediario incaricato della compatibilità di redditività dei conferimenti e della politica di gestione del fondo non deve appartenere al gruppo di colui che effettua i conferimenti;

Tuttavia, i limiti posti alle operazioni in conflitto di interesse, sono risultate spesso essere insufficienti qualora si tratti di fondi riguardanti risparmiatori pubblici: la causa principale sono gli interessi correlati di venditori e compratori che pongono spesso i sottoscrittori in una situazione di debolezza.

15. La gestione dei Fondi Immobiliari e il leverage

I fondi immobiliari hanno come oggetto esclusivo di investimento i beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari che abbiano ad oggetto la costruzione, l'acquisto o la valorizzazione di beni immobili.

Dal momento di inizio dell'operatività, il fondo ha 2 anni per costituire il suo patrimonio: l'investimento negli asset sopra elencati deve avvenire in misura pari a 2/3 del patrimonio del fondo, quindi per una percentuale che va dal 66%-67% al 100% determinando solo in questo ultimo caso un investimento esclusivo.

La liquidità del fondo può essere investita per una quota eccedente il patrimonio in strumenti finanziari quotati o non quotati, depositi bancari, crediti o titoli rappresentativi di crediti con l'obiettivo di migliorarne la liquidità. (Morri & Mazza, 2010)⁴⁶.

In merito alle misure di contenimento del rischio, al fondo non è consentito investire in misura superiore ad 1/3 degli asset in un unico immobile.

In aggiunta, non è consentito investire direttamente in società immobiliari che abbiano ad oggetto la costruzione di beni immobili in misura superiore al 10% del totale delle attività. Le strategie del fondo possono riguardare investimenti a reddito (che per natura sono più stabili, anche in considerazione del percepimento dei canoni di locazione) oppure con finalità di trading (nel caso di immobili che abbiano elevate possibilità di rivalutazione). In termini di leva finanziaria, per questa categoria di fondi è consentito in un limite massimo del:

- 60% del totale degli immobili, diritti reali e partecipazioni in società immobiliari;
- 20% riguardante gli altri beni.

Le percentuali summenzionate si applicano sul valore di acquisto o di conferimento degli immobili: questo al fine di determinare il valore di mercato degli immobili (pari al totale del valore del fondo) che è dato dalla somma del valore di mercato dei singoli immobili, valore che deve coincidere con quello risultante dalla stima degli esperti indipendenti.

Il capitale così raccolto può essere utilizzato con lo scopo di cambiamento di destinazioni d'uso, valorizzazione e frazionamento degli immobili del fondo.

Può anche essere utilizzato per i rimborsi anticipati delle quote entro i limiti sopra previsti e in misura massima del 10% del valore del fondo: ma deve comunque avvenire attraverso le risorse finanziarie incassate con nuove emissioni di quote.

È possibile una deroga al limite del 60%, ma esclusivamente nel caso specifico di fondi immobiliari speculativi.

In termini matematici, il *grado di leverage* è dato dal rapporto debiti su totale passivo:

$$Leverage = \frac{Debiti}{Totale\ passivo}$$

⁴⁶ Fonte: Morri G., Mazza A. (2010). *Finanziamento immobiliare*

Le percentuali di leverage possano essere superate nel caso di svalutazione degli immobili oppure nel caso di rimborso anticipato di quote riguardanti beni non soggetti a indebitamento.

In questi casi, si può intervenire attuando manovre correttive, sin dalla data di costituzione del fondo, con l'obbligo di ristabilire i parametri nei limiti previsti e nell'interesse dei sottoscrittori.

Il regolamento del fondo può stabilire ulteriori limiti al livello massimo di indebitamento.

16. L'indebitamento finanziario nei Fondi Immobiliari

L'indebitamento finanziario è quella caratteristica che distingue i fondi immobiliari dalle altre categorie di fondi che abbiano ad oggetto la gestione del risparmio: la natura reale degli investimenti tende infatti a salvaguardare il capitale di medio e lungo termine.

Tra i vantaggi risultanti dall'indebitamento finanziario abbiamo:

- rendimenti crescenti per i sottoscrittori di quote;
- ad un incremento del valore delle quote corrisponde un incremento più che proporzionale del valore dei beni immobili;
- Diversificazione ed economie di scala;
- Riduzione del costo del capitale.

La leva finanziaria nei fondi immobiliari si caratterizza per un meccanismo che si attiva nel momento in cui il rendimento medio del patrimonio diviene maggiore del costo medio dell'indebitamento, determinando al crescere del livello di indebitamento un aumento proporzionale del rendimento per i detentori di capitale proprio (equity).

Nei fondi immobiliari il *Return on Equity (ROE)* è dunque pari a (Miller & Geltner, 2001)⁴⁷:

$$ROE = ROI + (ROI - i) \frac{D}{E}$$

⁴⁷ Fonte: Geltner e Miller (2001). *An Analysis of Commercial Real Estate Returns: An Anatomy of Smoothing in Asset and Index Returns*

dove:

ROE = redditività dei mezzi propri

ROI = redditività della gestione caratteristica, in questo caso immobiliare

i = costo medio del debito

D/E = livello di indebitamento/mezzi propri

L'equazione summenzionata non considera però la variabile fiscale: questo perché il risparmio gestito, non è soggetto alle imposte sui redditi.

I fondi immobiliari che ricorrono alla leva finanziaria sono soggetti, nel caso di incrementi di valore delle attività, ad un aumento più che proporzionale del valore del fondo e come conseguenza diretta anche delle quote riconducibili al fondo, lo stesso ragionamento vale anche in caso di diminuzione.

La presenza dell'indebitamento, insieme alla capacità della SGR di valorizzare gli asset del fondo, determina un incremento esponenziale in termini di andamento del fondo.

Nel caso specifico dei fondi immobiliari italiani, non esistono vantaggi derivanti dall'utilizzo dello *scudo fiscale del debito (tax shield)*: conseguentemente il costo complessivo del capitale impiegato, il cosiddetto *WACC (Weighted Average Cost of Capital)* risulterà pari a:

$$WACC = k_e \frac{E}{E + D} + k_d \frac{D}{E + D}$$

dove:

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale

k_e = costo del capitale proprio

k_d = costo del capitale di debito

E = capitale proprio (equity)

D = capitale di debito (debt)

Nel caso in cui la società di gestione del risparmio operi in un regime di bassi tassi di interesse, ne deriva un beneficio dall'investimento e conseguentemente lo sfruttamento dello strumento di leva finanziaria garantisce una salvaguardia dall'inflazione, soprattutto in considerazione del periodo recente caratterizzato da una dinamica anticiclica del mercato immobiliare (in controtendenza alle dinamiche economiche) e non di meno in considerazione dei vantaggi derivanti dall'investimento immobiliare.

La leva finanziaria garantisce alla società di gestione di incrementare il volume investito, determinando anche un ottimo livello di diversificazione di portafoglio.

Oltre ai vantaggi sin ad ora elencati, nel caso di fondi ad apporto bisogna anche considerare:

- le strutture operative: che consentono di massimizzare i benefici derivanti dall'utilizzo del leverage;
- la riduzione della leva del soggetto apportante.

A dimostrazione di quanto detto sopra, la normativa di settore specifica che nel caso di fondi ad apporto privato l'utilizzo dello strumento di leverage può essere combinato con strutture organizzative che garantiscono vantaggi economici e percentuali di leverage maggiori.

Nel caso di fondi immobiliari italiani è inoltre consentita una sottoscrizione di almeno il 2% di quote appartenenti ai fondi retail.

Un grado di leva finanziaria sostenibile è quindi derivante da un insieme di fattori:

- una corretta allocazione del capitale;
- un'attenta analisi dei rendimenti;
- la previsione di costi e rischi futuri;
- una gestione dinamica delle politiche strategiche.

Rischi derivanti dall'utilizzo del leverage possono riguardare anche fondi che stabiliscano una distribuzione periodica dei dividendi, con orizzonti di investimento di lungo termine: l'ammontare di debito potrebbe infatti ridurre i *free cash flow* a disposizione dei partecipanti, con conseguenze riguardanti la distribuzione dei proventi.

Una diminuzione dei flussi di cassa può infatti influire negativamente sull'andamento del fondo e sulla remunerazione del valore delle quote.

Nel caso dei fondi ad apporto, una conoscenza anteriore degli assets può garantire una migliore valutazione dei livelli di leva finanziaria, mentre nel caso dei fondi a raccolta l'utilizzo del leverage impone una soglia minima di rendimento degli investitori in considerazione del livello di ROE atteso.

17. La disciplina fiscale nei Fondi Immobiliari

Le società di gestione sono assoggettate ad agevolazioni tributarie, al fine di favorire l'investimento in fondi comuni.

La disciplina che ha regolato i fondi comuni di investimento è stata soggetta a profonde modifiche nel corso degli anni ed è oggetto del decreto legge n. 351 del 2001.

17.1. La tassazione sui partecipanti al fondo

Esistono regimi tributari distinti a seconda che i partecipanti al fondo siano investitori istituzionali oppure investitori non istituzionali.

Fanno parte della categoria degli investitori istituzionali i seguenti soggetti: lo Stato, gli enti pubblici, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, gli enti previdenziali e le assicurazioni ed infine gli intermediari finanziari e bancari (Il Sole 24 Ore, 2012)⁴⁸.

Il decreto legge 351/2001 sancisce che, sui redditi di capitale relativi alle partecipazioni in fondi immobiliari, si applica una ritenuta di acconto del 20% nel caso di imprese commerciali, altrimenti viene applicata una ritenuta a titolo di imposta (Parlamento Italiano, 2001).

La ritenuta summenzionata non trova invece applicazione nel caso di proventi percepiti dagli OICR regolati dal decreto legislativo n. 58/1998 (TUF). Sono riconducibili ai redditi diversi i proventi o le perdite aventi ad oggetto la negoziazione di quote e le perdite realizzate tramite operazioni di riscatto o liquidazione.

Gli investitori non istituzionali sono invece soggetti ad un regime tributario differente, che distingue tra partecipazioni superiori al 5% del patrimonio del fondo oppure inferiori. Per gli investitori non istituzionali residenti in Italia che detengano partecipazioni superiori al 5% si applica il decreto legge n. 78/2010 (Gazzetta Ufficiale, 2010)⁴⁹ che prevede la c.d. *tassazione per trasparenza*, ovvero che i redditi conseguiti dal fondo e riconducibili ai rendiconti di gestione, anche se non percepiti, vengano imputati per

⁴⁸ Fonte: Il Sole 24 Ore. Soluzioni 24 Fisco. Tratto da:
https://www.ilsole24ore.com/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/ILSOLE24ORE/Online/_Oggetti_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2013/12/CIRC-AGEN-2E-2012.pdf

⁴⁹ Fonte: Gazzetta Ufficiale – d.l. 31 maggio 2010, n. 78. Tratto da:
<http://www.gazzettaufficiale.it/gunewsletter/dettaglio.jsp?service=1&datagu=2010-05-31&task=dettaglio&numgu=125&redaz=010G0101&tmstp=1275551085053>

trasparenza ai suddetti partecipanti in proporzione alle loro partecipazioni e concorrono a formare i loro redditi.

Nel caso di soggetti non residenti in Italia che detengano partecipazioni superiori al 5% è prevista una ritenuta a titolo di imposta del 20%, mentre nel caso di partecipazioni inferiori al 5% queste sono soggette allo stesso regime previsto per gli investitori istituzionali.

Non sono invece soggetti ad imposizione fiscale i proventi relativi a soggetti non residenti, quali i fondi pensione e gli organismi di investimento collettivo esteri, gli organismi internazionali ed infine le banche centrali.

17.2. Le imposte sui redditi

Le imposte sui redditi e l'IRAP, in base a quanto stabilito dal decreto legge 351/2001 non si applicano ai fondi immobiliari; non si applicano in aggiunta agli interessi sui depositi e sui conti correnti bancari e postali, sui pronti contro termine, sui dividendi e sugli altri redditi di capitale.

Dal 2004 viene sancito che a tale tipologia di fondi, non si applica l'imposta sostitutiva pari all'1% e viene invece introdotta una tassazione dei redditi provenienti dal fondo ma in capo ai singoli partecipanti.

Tale disciplina non si applica ai fondi ad apporto pubblico.

Nel caso di sottoscrizione di quote tramite conferimento si applica il regime fiscale facente riferimento ai conferimenti nel caso di società.

17.3. L'imposta sul valore aggiunto

L'IVA non si applica sul patrimonio dei fondi immobiliari ma sulla SGR che li gestisce. In base a quanto stabilito dal decreto-legge n.351/2001 *“la società di gestione è soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto per le cessioni di beni e le prestazioni di*

servizi relative alle operazioni dei fondi immobiliari da essa istituiti” (Parlamento Italiano, 2001)⁵⁰.

L’IVA è quindi un’imposta che viene versata congiuntamente alle imposte a credito e a debito relative ai singoli fondi e alla società di gestione, ma in maniera autonoma rispetto alle imposte riguardanti l’attività della società.

Il d.p.r. 633/1972 stabilisce che gli immobili di proprietà della società di gestione sono soggetti a detrazione di imposta (Il Sole 24 Ore, 2010)⁵¹.

Per quanto riguarda gli immobili facenti parte del patrimonio del fondo e la manutenzione degli stessi è soggetta ad ammortamento ed ai rimborsi di imposta, al versamento dei quali bisogna provvedere entro e non oltre 6 mesi.

Viene stabilito che la società di gestione può recuperare i crediti oggetto di liquidazione tramite compensazione con le altre imposte e contributi a suo carico, oppure attraverso la cessione dei suddetti crediti a soggetti terzi o che fanno parte della società di gestione del risparmio.

⁵⁰ Fonte: d.l. 25 settembre 2001, n. 351. Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare. Tratto da: <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/decreti/01351d.htm>

⁵¹ Fonte: Il Sole 24 Ore (2010). Tratto da: https://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnLine5/Oggetti_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2011/02/committente-prestatore-opera/Dpr-633-del-1972.pdf

CASE STUDY: L'Ex Ospedale al Mare nel Lido di Venezia

Il complesso immobiliare denominato “Ex Ospedale al Mare” di proprietà di CDP Investimenti Sgr e detenuto per conto del Fondo Investimenti per la Valorizzazione (FIV) – Comparto Extra, è situato in coincidenza del Lido di Venezia, nella Laguna veneta.

L'area ad oggetto si colloca a Nord dell'Isola in prossimità dell'aeroporto, a ridosso della zona turistica e del fronte arenile.

Il compendio confina a sud-est con la spiaggia ed a nord-ovest con aree verdi (figura 1 e 2) (tabella 1) (CDP Investimenti sgr, 2018).⁵²

Figura 1 - Posizionamento



⁵² Fonte: CDP Investimenti Sgr (2018). Tratto da:
http://www.cdpsgr.it/includes/pdf/immobili/Veneto_Venezia_OspedaleaMare.pdf

Figura 2 – Compendio oggetto di riqualificazione



Tabella 1 – Key indicators

Superficie Lorda di Pavimento (SLP)	48.150 mq
Descrizione	L'ex ospedale al Mare è composto da circa 30 unità edilizie, che si distinguono per dimensioni e caratteristiche, la cui porzione maggiore è fronte arenile. La struttura ospedaliera è stata dismessa nel 2009. L'asset necessita di rilevanti interventi di riqualificazione (figura 3/4/5)
Vincoli	Alcune porzioni del complesso sono sottoposte a vincoli da parte del Ministero dei Beni e delle Attività Culturali (ex. D.Lgs. 42/2004).
Stato occupazionale	Il complesso immobiliare risulta libero.
Status urbanistico	L'intervento è attuabile tramite un Piano di Recupero approvato dalla Conferenza di Servizi nel 2011. Necessaria la stipula di una convenzione urbanistica.
Procedura di valorizzazione	Valorizzare il compendio immobiliare secondo un mix funzionale ma con destinazione prevalentemente residenziale. È in corso di svolgimento una revisione del progetto in chiave turistico-ricettiva

Figure 3/4/5 – Stato attuale del compendio immobiliare



1. Storia dell'Ex Ospedale al Mare

L'Immobilabile venne costruito intorno al 1920, per iniziare vennero costruiti i 33 padiglioni del sanatorio, che con il tempo è diventato un centro di elioterapia e talassoterapia. Nel 1980 si registrò un declino del sistema sanitario, cui seguì quello del

lido (Corriere della Sera, 2018)⁵³. Nasce così nel 2007 un progetto che aveva l'obiettivo di rilanciare il Lido attraverso la vendita dell'Ex Ospedale; progetto che è stato successivamente abbandonato.

Ad oggi, si torna a parlare di valorizzazione del lido e turismo con Club Med e TH Resorts, subentrati dopo un lungo iter, al fondo originario che non era riuscito nell'intento.

I progetti hanno come intento l'abbattimento degli antichi padiglioni oramai degradati, ad eccezione del teatro Marinoni e della chiesa di Santa Maria Crescente, il monoblocco invece sarà ridimensionato e si prevede un'ampia area dedicata al benessere.

Terminati i rendering definitivi del resort e ottenuto il via libera di Comune, Regione e Sovrintendenza partiranno due anni di cantieri con l'apertura delle due strutture ricettive alberghiere nel 2021.

2. L'operazione di riqualificazione e le parti coinvolte

Il Gruppo Cassa Depositi e Prestiti (CDP), Istituto Nazionale di Promozione, ha mostrato negli ultimi anni il suo interesse nella promozione del settore turistico italiano, un settore di grande rilievo per l'economia italiana, dotato di elevate potenzialità di crescita.

L'intervento di CDP nel settore rientra nell'ambito del cosiddetto "Piano Industriale 2020" ed è avvenuto attraverso un'operazione che ha riguardato la valorizzazione e la riqualificazione dell'Ex Ospedale a Mare al Lido di Venezia, un intervento molto importante non solo per la superficie della struttura (all'incirca 48 mila mq) ma anche per le altre operazioni che stanno avendo luogo nel Lido, operazioni che hanno come obiettivo la riqualificazione degli Hotel Excelsior e Des Bains e le corrispettive spiagge, da parte di Coima Sgr in collaborazione con London & Regional Properties (Il Sole 24 ore, 2017).⁵⁴

⁵³ Fonte: Corriere della Sera (2018). Tratto da: https://corrieredelveneto.corriere.it/veneziamestre/cronaca/18_giugno_18/ospedale-mare-lido-veneziamestre-accordo-due-resort-c3e46142-7301-11e8-9788-16f7064bd3e6.shtml

⁵⁴ Fonte: IlSole24Ore (2017). Tratto da: <http://www.ilsole24ore.com/art/casa/2017-06-05/cdp-investe-130-milioni-veneziamestre-151337.shtml?uuid=AE6h7BxB>

CDP Investimenti Sgr (nello specifico il fondo “FIV – Fondo Investimenti per la Valorizzazione”) ha sottoscritto un accordo preliminare, dando inizio alla fase di progettazione urbanistica, che avrà l’obiettivo di attuare un intervento di riqualificazione dell’Ex Ospedale, che sarà realizzato da TH Resorts in partnership con Club Med (gestori delle future strutture alberghiere), con l’obiettivo di realizzare due strutture ricettive coerentemente con il loro modello di “leisure & hospitality”, affermatosi con successo sul territorio italiano.

È prevista un’operazione che avrà come obiettivo una rigenerazione del sito, ma tale da rispettarne la sua vocazione originaria rivolta al benessere e alla salute.

Nello specifico Club Med, leader mondiale delle vacanze di alta gamma per le famiglie, ha l’obiettivo di aprire un resort di lusso dotato di 350 camere ed aperto 9 mesi l’anno. TH Resorts, leader nel settore dei resort di mare e montagna, ha in progetto di inaugurare un resort 4 stelle superior dotato di 180 camere sempre rivolto alle famiglie (CDP, 2018)⁵⁵.

Il costo di acquisizione del compendio immobiliare è risultato pari a 50 milioni di euro, mentre l’investimento atteso da parte della proprietà si attesta oltre i 110 milioni di euro al fine di realizzare le due strutture ricettive alberghiere che verranno inserite all’interno di uno dei fondi immobiliari in gestione orientati al turismo e concesse in locazione a lungo termine ai due operatori.

CDP, come anchor investor, ha previsto anche un’immissione di liquidità nel Fondo Investimenti per Turismo (FIT), per un patrimonio complessivo di 250 milioni di euro. L’obiettivo è di raggiungere una quota pari a 1 miliardo: il Fondo ha lo scopo di investire in Fondi Immobiliari specializzati nei diversi settori turistici italiani, questo al fine di valorizzare la crescita del mercato italiano nel settore hospitality (CDP, 2017).⁵⁶

Attraverso questo fondo, CDP Investimenti Sgr ha acquisito cinque hotel da TH Resorts e da Valtur, per un totale di 92 milioni di euro, somma che comprende i lavori di

⁵⁵ Fonte: Fonte: Cassa Depositi e Prestiti (2018). Tratto da: Fonte:

<https://www.cdp.it/media/comunicati-stampa/cdp--club-med-e-th-resorts-al-lido-di-venezias.kl>

⁵⁶ Fonte: Cassa Depositi e Prestiti (2017). Tratto da: <https://www.cdp.it/media/comunicati-stampa/cdp-investe-per-lo-sviluppo-del-turismo.kl>

modernizzazione degli immobili. Il gruppo ha rilevato da TH Resorts le strutture di Marina di Pisticci (MT) e Marina di Sibari (CDP, 2017)⁵⁷.

CDP vuole supportare il piano di sviluppo della società che ha come fine quello di duplicare le dimensioni aziendali con la creazione di oltre 10 strutture alberghiere nei successivi 5 anni.

Con questa operazione TH Resorts potrà continuare a gestire le proprie strutture e concentrarsi sul suo core business rafforzando il suo posizionamento per famiglie nelle località di mare, montagna, città d'arte ed essere in grado di coprire l'intera fascia di mercato.

La strategia di CDP è stata quella di acquisire strutture alberghiere per poi riaffittarle alla vecchia proprietà, separando in questo modo la proprietà immobiliare dalla gestione, che con il capitale realizzato dalla vendita potrà puntare ad espandersi.

Le parti interessate nell'operazione sono 3:

1. *CDP Investimenti Sgr (insieme a CDP Equity)* è la società di gestione del risparmio del Gruppo CDP costituita nel 2009 unitamente ad ACRI e ad ABI. Il capitale di CDPI Sgr è detenuto per il 70% da CDP S.p.A e per il 15% ciascuna da ACRI e ABI;
2. *TH Resorts* è un operatore turistico a livello nazionale di strutture alberghiere, partecipato al 45,9% da CDP Equity, che ha adottato un modello di leisure & hospitality di successo. Il Gruppo gestisce un portafoglio diversificato composto da 19 strutture, per un totale di 3.500 camere e 9.500 posti letto: gli hotel a 3 o 4 stelle appartengono ai segmenti: mare, montagna invernale/estiva, montagna estiva e città d'arte;
3. *Club Med S.A.S.* è il leader mondiale nelle vacanze all-inclusive, esclusive, multiculturali e conviviali, con oltre 70 resort in 26 paesi nel mondo.

3. Hospitality nel Lido di Venezia

Il Lido di Venezia, lungo 12 km e con una larghezza media di 150-200 metri, è un'isola che si trova a circa un kilometro di distanza ad est della città: viene anche chiamata "Isola d'Oro" dai veneziani.

⁵⁷ Fonte: Cassa Depositi e Prestiti (2017). Tratto da: <https://www.cdp.it/progetti/tutti-i-progetti/il-gruppo-cdp-a-supperto-del-settore-turistico-italiano.kl>

Nel 2016 i numeri del turismo nella regione veneta l'hanno collocata al primo posto tra le regioni italiane per il turismo, sia per l'ammontare di turisti che vi hanno soggiornato sia per i pernottamenti raggiunti (Il Sole 24 Ore, 2017) ⁵⁸.

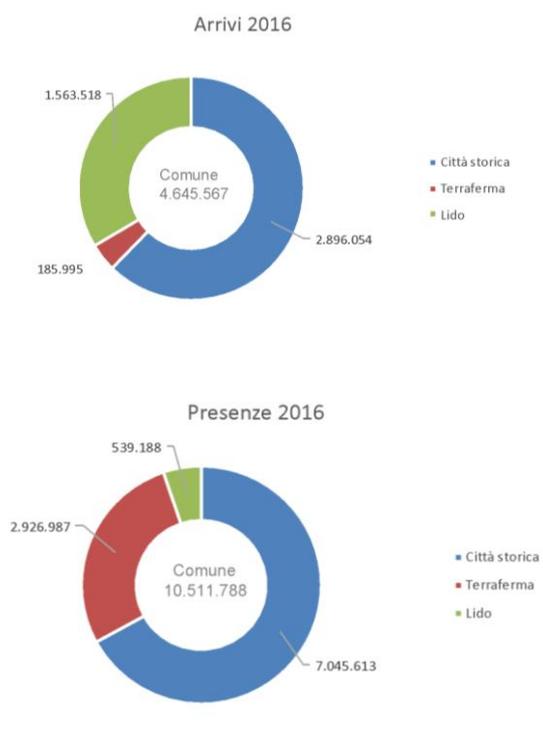
La città di Venezia presenta uno stretto legame con il turismo, anche in considerazione dell'eccezionale rilevanza che questo riveste per la vita economica, sociale e culturale cittadina.

La città viene distinta nelle seguenti tre zone:

- Venezia come città storica;
- Lido;
- Terraferma.

In termini di arrivi e presenze registrate nel 2016, la situazione è la seguente (figura 6/7) (Regione Veneto, 2017)⁵⁹:

Figura 6/7 – Arrivi e presenze nel 2016 a Venezia



⁵⁸ Fonti: Il Sole 24 Ore (2017). Tratto da: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-11-13/turismo-veneto-primo-posto-le-presenze-2016-131413.shtml?uuid=AEPZ0KAD>

⁵⁹ Fonti: Regione Veneto (2017). Elaborazioni Comune di Venezia Settore Turismo su dati ISTAT e Regione Veneto – Sistema Statistico Regionale. Tratto da: http://statistica.regione.veneto.it/banche_dati_economia_turismo.jsp

In termini di offerta, le strutture ricettive alberghiere si incrementano di due unità, con un trend di lieve ma costante crescita. Rispetto al 2015, nel 2016 il numero di posti letto degli alberghi segna una contrazione del 1% nella Città storica e dello 0,7% in Terraferma, mentre nel Lido si registra un incremento del 1,6%.

Infatti, rispetto al 2012 il bilancio complessivo dei posti letto segna una crescita del 23%, con un incremento nell'area Lido di circa 50 posti letto (Annuario del Turismo - Città di Venezia, 2016)⁶⁰.

Il 2016, rispetto al 2015 ha visto il settore alberghiero mantenere la quota maggiore dell'offerta di posti letto (57%) rispetto al complementare (43%).

L'offerta alberghiera nel 2016, in termini di tipologia di strutture, nell'area Lido è così distribuita (tabella 2) (Regione Veneto, 2017)⁶¹:

Tabella 2 – Tipologie di strutture alberghiere nell'area Lido

Categorie e tipi di strutture	Alberghi	Letti	Camere
Alberghi 5 stelle	1	378	189
Alberghi 4 stelle	12	1.360	684
Alberghi 3 stelle e RTA	17	1.087	505
Alberghi 1-2 stelle	6	253	130
Totale strutture alberghiere	36	3.078	1.508

Dai dati emerge che fra le quattro categorie di strutture ricettive alberghiere quelle più numerose in termini di letti e camere sono rappresentate dagli alberghi a 4 stelle.

L'attuale tipologia di strutture è in linea con gli obiettivi di CDP, obiettivi che hanno portato TH Resorts e Club Mediterranée, ovvero investitori di fascia alta, ad un'operazione di sviluppo del Lido e ad una sua rigenerazione in grado di affascinare e in chiave "verde" (Il Sole 24 ore, 2017)⁶².

⁶⁰ Fonte: Annuario del Turismo, Città di Venezia (2016). Tratto da: https://live.comune.venezia.it/sites/live.comune.venezia.it/files/articoli/allegati/Annuario%20Turismo%202016_slide%20v6-1.pdf

⁶¹ Fonte: Regione Veneto (2017). Elaborazioni Comune di Venezia Settore Turismo su dati ISTAT e Regione Veneto – Sistema Statistico Regionale. Tratto da: http://statistica.regione.veneto.it/banche_dati_economia_turismo.jsp

⁶² Fonte: IlSole24ORE. (2017, luglio 27). Tratto da <http://www.ilsole24ore.com/art/casa/2017-07-27/il-rilancio-veneziana-parte-riqualificaizone--lido-132409.shtml?uuid=AEslZB1B>

4. Il Mercato del Turismo nel Lido di Venezia

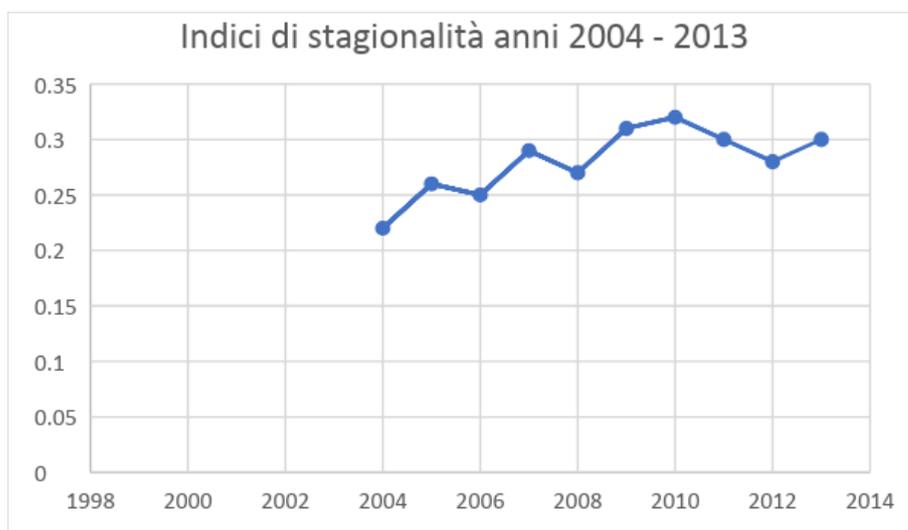
La domanda turistica di Venezia si compone per un'elevata percentuale da turisti stranieri, che nel 2015 hanno rappresentato il 75% del totale.

La percentuale registrata con riguardo ad arrivi e presenze nelle strutture ricettive alberghiere quattro e cinque stelle risulta essere pari al 90%: siamo in presenza di una crescita del segmento luxury e upscale (Colliers international, 2017).⁶³

In particolare, Venezia si conferma come prima destinazione turistica in Italia per arrivi, realizzando un numero di presenze totali che risultano all'incirca doppie rispetto a quelle dei suoi competitors: Milano e Firenze.

Per definizione, *l'indice di concentrazione* (o stagionalità), è un indice che assume valori compresi tra 0 e 1, dove il valore prossimo allo "0" indica l'assenza di stagionalità e quello vicino a "1" la massima stagionalità. Nell'analisi della stagionalità del Lido di Venezia, i valori dell'indice di concentrazione, calcolati per ogni anno nel periodo che va dal 2004 al 2013, denotano una stagionalità crescente rispetto al passato, questo al fine di ottimizzare i costi di gestione (Comune di Venezia, 2013)(figura 8)⁶⁴.

Figura 8 – Indici di stagionalità nel Lido di Venezia



⁶³ Fonte: Colliers. (2017). Tratto da <http://www.colliers.com/it-it/italy>

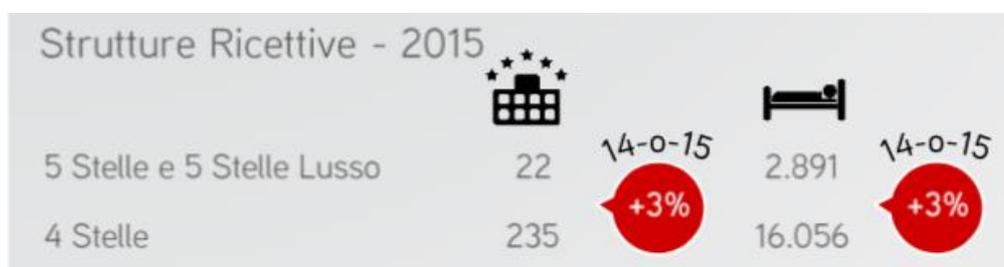
⁶⁴ Fonte: Comune di Venezia (2013). Tratto da:

<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:V2u2i-95e44J:coses.comune.venezia.it/download/Doc536.pdf+&cd=2&hl=it&ct=clnk&gl=it>

In merito alla permanenza media, Venezia si colloca al di sopra della media nazionale nella categoria di hotel quattro e cinque stelle, categoria che ha registrato le performance migliori +13% negli arrivi e +14% nelle presenze. Se ne deduce che è sempre maggiore la percentuale di visitatori orientati alle strutture quattro e cinque stelle.

Tra il 2014 e il 2015 si è registrato un incremento del 10% di esercizi corrispondenti al settore luxury, cui è corrisposto un aumento del 17% delle camere disponibili. In questo modo gli hotel di categoria cinque stelle sono arrivati a 22 con 2.891 camere disponibili (figura 9) (ISTAT, 2015).⁶⁵

Figura 9 – Strutture ricettive alberghiere nel 2015



L'inizio del 2017, in merito alle strutture alberghiere, ha determinato una forte crescita in relazione all'anno precedente.

5. Analisi delle strutture ricettive alberghiere nel Lido

Consideriamo i principali indicatori di performance delle strutture ricettive alberghiere:

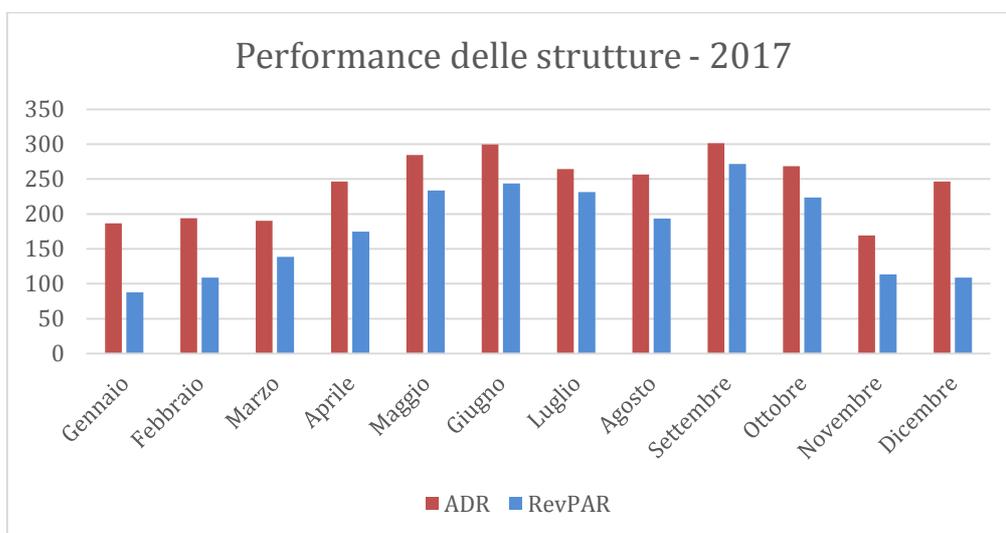
- *L'occupancy rate (OCC)*, che misura il rapporto fra l'ammontare di camere vendute e quello di camere disponibili in un determinato periodo, ha registrato un incremento rispetto al 2016, accompagnato da incrementi di fatturato notevoli;
- *L'Average Daily Rate (ADR)*, che misura invece il ricavo medio giornaliero di vendita (ovvero il ricavo medio per camera occupata) è calcolato come rapporto fra i ricavi totali da vendita camere in un determinato periodo e il numero totale di camere vendute;

⁶⁵ Fonte: ISTAT (2015). Tratto da: <https://www.istat.it>

- Il *Revenue Per Available Room* (RevPar), è invece un indicatore che misura il ricavo medio per camera disponibile ed è dato dal rapporto tra i ricavi totali da vendita camere in un determinato periodo e il numero totale di camere disponibili.

Secondo i dati dell'Italy Hotel Investment snapshot di EY, nel periodo gennaio-dicembre 2017, la performance delle strutture ricettive 4-5 stelle in termini di ADR e RevPar è rappresentata dalla figura seguente (figura 6) (EY, 2017).⁶⁶

Figura 6 – Performance delle strutture alberghiere nel 2017



Dall'analisi degli indicatori di performance emerge che il RevPar e l'ADR più elevato, nel periodo selezionato, si registrino nel mese di settembre.

Venezia si conferma essere “*best performer*” rispetto alle strutture ricettive delle altre città italiane sotto il profilo del fatturato per camera sia nel 2016 che nei primi 5 mesi del 2017, con un RevPAR di oltre 170 Euro.

Di seguito un riepilogo dei 3 indicatori analizzati prendendo come riferimento differenti orizzonti temporali (tabella 3) (STR Global, 2017)⁶⁷:

⁶⁶ Fonte: EY (2017). Tratto da: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017/\\$FILE/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017/$FILE/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017.pdf)

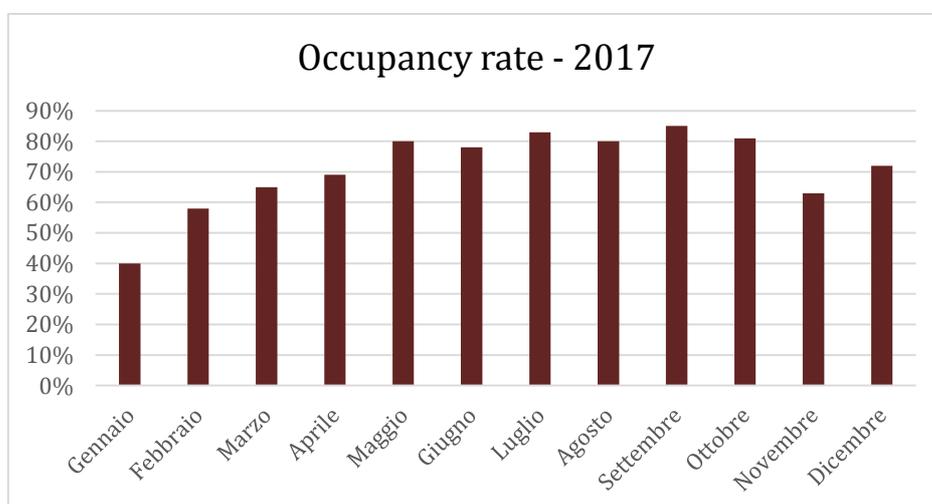
⁶⁷ Fonte: STR Global (2017). Tratto da: <https://strglobal.com>

Tabella 3 – Indicatori chiave

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
OCC	-	67,00%	67,5%	68,1%	68,4%	69,8%	70,4%
OCC growth rate	-	-	0,7%	0,9%	1,3%	2,0%	0,9%
Average OCC rate	1,2%						
ADR	-	225,5	230,4	235,2	237,9	240,1	242,4
ADR growth rate	-	-	2,2%	2,1%	1,1%	0,9%	1,0%
Average ADR rate	1,5%						

Passiamo ora all'analisi dell'Occupancy Rate delle strutture ricettive alberghiere quattro e cinque stelle nel 2017 nella città di Venezia, che per ipotesi consideriamo comparabile a quello del Lido (figura 7):

Figura 7 – Occupancy rate nel 2017



Dalla figura 7 si può constatare che i mesi che registrano un Occupancy rate maggiore del 80% sono quelli di luglio, settembre e ottobre, questo in corrispondenza della Biennale di Venezia, uno tra gli eventi più importanti dell'offerta culturale veneziana (periodo che va dal 31 agosto al 10 settembre 2017).

Uno studio condotto da HRS (Global Hotel Solutions) ha rilevato un aumento dei prezzi degli hotel nelle principali città d'Italia rispetto il 2016, in questo contesto la città della laguna nel 2017 risulta essere la città italiana più costosa, seguita da Milano e Firenze (HRS, 2017)⁶⁸.

⁶⁸ Fonte: HRS (2017). Tratto da: <https://corporate.hrs.com/it/novita/hrs-hotel-price-radar-2017-prezzi-leggero-aumento-nella-maggior-parte-delle-citta-italiane-ed>

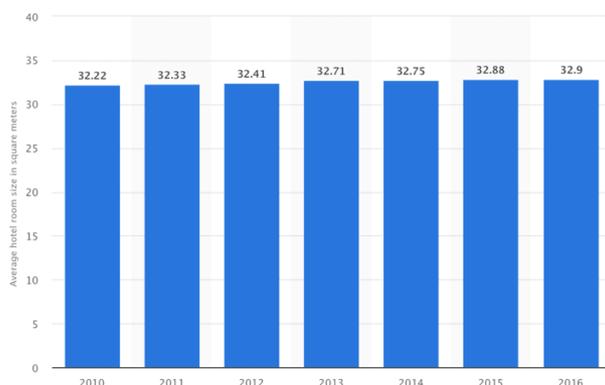
6. Proiezioni economico-finanziarie

Iniziamo con il calcolare la superficie netta in metri quadri da destinare alle due strutture ricettive alberghiere destinate a Club Med e TH Resorts.

Considerando i requisiti obbligatori minimi stabiliti per le categorie di hotel 4 e 5 stelle ed i comparables del mercato, la superficie media annua delle camere di albergo in Italia nel periodo che va dal 2010 al 2016 per la categoria di riferimento si attesta intorno ai 33 mq (Statista, 2016) (figura 8)⁶⁹.

Stabilita la dimensione media delle camere, facciamo ora riferimento al numero di camere che saranno destinate ai due gestori Club Med e TH Resorts: ai fini dell'analisi, dal momento che le due strutture saranno di categoria 5 stelle e 4 stelle superior possiamo considerarle comparabili, avremo quindi che l'ammontare di camere disponibili risulterà essere rispettivamente pari a 350 e 180, per un totale di 530 camere. Conseguentemente la superficie totale da destinare alle due strutture sarà pari all'incirca a 17.500 mq.

Figura 8 – Dimensione media delle camere (mq) di hotel nel periodo 2010-2016



La proiezione economico-finanziaria prende come riferimento un periodo di 20 anni, con primo anno coincidente con la chiusura dei cantieri ipotizzata intorno al 2021: per questo motivo al primo anno il calcolo considera prudenzialmente un ipotetico ritardo di 3/6 mesi nel termine dei lavori.

Come riportato nel comunicato stampa del 18 giugno 2018 di Cassa Depositi e Prestiti, le strutture alberghiere saranno aperte per nove mesi l'anno, per un totale di 274 giorni.

⁶⁹ Fonte: Statista (2016). Tratto da: <https://www.statista.com>

Le stime previsionali raggiungono al terzo anno il cosiddetto “steady state” essendo sia Club Med che TH due leader già affermati sul territorio italiano dei resort di lusso: dunque dal terzo anno il complesso alberghiero entra in una fase di crescita perpetua a tasso costante fino al ventesimo anno.

Viene considerato come valore iniziale dell’Occupancy rate quello al 2017 pari al 70%, con un tasso di crescita che lo porterà al valore stabilizzato al terzo anno: come già descritto precedentemente la curva dell’OCC growth fa una stima prudenziale che considera nel 2021 un’ipotesi di un’apertura posticipata delle strutture (dovuta ad esempio a ritardi nei lavori, autorizzazioni, imprevisti..), quindi un valore negativo pari a -40% il primo anno, 28% per il secondo e che va a regime nel 2023 con un valore pari al 70%. Dal terzo anno in poi seguirà una crescita perpetua costante pari al 1,2% ovvero corrispondente al tasso medio di crescita dell’OCC per poi stabilizzarsi ed arrestarsi al diciassettesimo anno.

Procedendo con l’ADR (Average Daily Rate), in base a quanto stabilito dalla tabella 3, prendiamo come valore iniziale il valore medio stimato per il 2017, appunto di 242€ ed il relativo tasso di crescita sarà pari al 1,9% (ovvero corrispondente alla media dei tassi di crescita annui corrispondenti al periodo 2012-2017) dal terzo anno al ventesimo anno. A questo punto si può calcolare il RevPar del n-esimo anno come risultato del prodotto tra il tasso di occupancy ed il corrispondente ADR: al terzo anno risulterà di Euro 177.

Per le stime sul tasso di inflazione è stato utilizzato il “database di Banca d’Italia delle variabili di indagine sulle aspettative di inflazione” (Banca d’Italia, 2018)⁷⁰.

Le aspettative di inflazione nell’orizzonte temporale che va dai due ai cinque anni risultano pari all’1,5%, mentre quelle nel periodo che va dai cinque ai dieci anni corrispondono all’1,6%: tasso di inflazione che verrà considerato fino al ventesimo anno.

I ricavi oltre a derivare dall’attività core delle strutture ricettive alberghiere, possono provenire da gestioni relative ad attività collaterali a quella operativa e calcolate applicando una percentuale media per camera. I ricavi potrebbero quindi essere classificati in base ai servizi cui fanno riferimento:

- *Rooms*: camere occupate;
- *F&B (Food and Beverage)*: ovvero tutte le attività legate alla ristorazione ed i servizi banchetti, riunioni e colazioni di lavoro;

⁷⁰ Fonte: Banca d’Italia (2018). Tratto da: <https://www.bancaditalia.it/statistiche/basi-dati/bird/inflazione-e-crescita/index.html>

- *MICE (Meetings, Incentive, Conference, Exhibition)*: riguarda un'ampia gamma di eventi che si distinguono, oltre che per i differenti scopi che queste attività si propongono, anche in funzione della dimensione del pubblico partecipante;
- *SPA*: dal momento che si prevede infine un'ampia area dedicata al benessere;
- *OTHER*: come ad esempio i servizi di lavanderia oppure i servizi in camera.

Queste voci di ricavi provenienti dalla gestione extra-caratteristica sono state stimate con riferimento ai comparables 4/5 stelle appartenenti al settore di riferimento ed indicizzate al tasso di inflazione. Corrispondono al 11% dei ricavi totali.

Consideriamo infine il canone che CDP applicherà ai futuri gestori Club Med e TH Resorts: tale canone sarà pari al 22% dal primo anno fino al ventesimo anno, dal momento che i due gestori sono già affermati sul territorio italiano.

Calcolati i Ricavi derivanti dalla gestione caratteristica ed extra-caratteristica, che prendono il nome di “Totale Ricavi Operativi” si procede con il calcolo del “Totale Profitti” applicando ai ricavi calcolati precedentemente una percentuale di contribuzione, che cresce e va a regime al terzo anno. Conseguentemente i costi (“Totale Spese”) vengono dedotti sottraendo ai ricavi totali il “Totale Profitti”.

Per i profitti viene ipotizzato che siano pari ad una percentuale dei ricavi determinata in base al peso della specifica area cui si fa riferimento.

In base a questo modello, solo le spese operative sono addebitate ai reparti operativi dell'hotel. Le voci di spesa generale sono:

- *Spese Generali e Amministrative*: che include la gestione degli uffici, attività di front office (amministrative, data processing, contabilità), ufficio gestione crediti: vengono incluse all'interno di quest'area anche la gestione dei payroll, con la considerazione che circa l'80% dei pagamenti avvenga tramite carta di credito le cui commissioni per l'esercente risultano essere dell'ordine del 2% ed infine le altre spese generali;
- *Vendite e Marketing*: include il reparto vendite, pubblicità, merchandising, pubbliche relazioni;
- *Servizi*;
- *Altre spese*: comprende l'intrattenimento per gli ospiti, trasporti, servizi pubblici e costi energetici;

- *POMEC*: che comprende Property operations, Maintenance ed Energy consultants. Includono riparazioni e manutenzioni, uffici per il personale e magazzini.

Tutte queste voci si applicano alle operazioni nel loro complesso e sono classificate come “Spese Operative non distribuite totali”.

Dalla differenza tra il totale profitti e le Spese Operative non distribuite otteniamo il “Gross Operating Profit” ovvero il “Reddito Operativo lordo” da cui ricaviamo le “Spese di gestione” che sono appunto pari al 10% del GOP.

Dalla differenza tra GOP e base management fees ricaviamo infine l’EBITDA (Earnings before Interest Taxes Depreciation and Amortization) sul quale calcoliamo la percentuale del canone di gestione che spetterà a Club Med e TH Resorts, che per il terzo anno, quando entrerà a regime sarà all’incirca pari a 6.4 milioni.

Giungiamo infine a ricavare il NOI (Net Operating Income): necessario a CDP per analizzare la redditività dell’investimento immobiliare, dal momento che ci aiuta a comprendere l’ammontare di flussi di cassa generati dall’investimento dopo aver coperto le spese e che risulterà di circa 6.9 milioni al terzo anno.

Hotel:	Ex Ospedale al Mare
Management Group:	Th Resorts and Club Med
Town:	Lido di Venezia
Rooms for Club Med	350
Rooms for Th resorts	180
Rooms:	530
S qm (net area):	17.490
Ratio (sq m/room)	33

KPI	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
	Forecast	Forecast	STABILIZED	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
	YEAR 1	YEAR 2	YEAR 3	YEAR 4	YEAR 5	YEAR 6	YEAR 7	YEAR 8
Opening	274	274	274	274	274	274	274	274
N. Rooms	530	530	530	530	530	530	530	530
Camere disponibili	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220
Camere occupate	60.992	78.070	101.491	102.709	103.942	105.189	106.451	107.729
Occupancy (%)	42%	54%	70%	71%	72%	72%	73%	74%
Average Daily Rate (ADR)	242	249	253	257	261	265	269	274
RevPAR	103	134	177	182	187	192	197	203
Ricavo medio F&B per camera (Euro)	90	91	93	94	96	97	99	100
Ricavo medi MICE per camera (Euro)	5	5	5	5	5	5	5	6
Ricavo medi SPA per camera (Euro)	80	81	82	84	85	86	88	89
Ricavo medio OTHER per camera (Euro)	5	5	5	5	5	5	5	6

ASSUMPTIONS	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
% Occupancy Growth	-40,0%	28,0%	30,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
% media F&B per camera	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
% media MICE per camera	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% media SPA per camera	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
% media OTHER per camera	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Inflation rate	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
ADR Growth		1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
RevPAR Growth		29,9%	32,0%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Rent	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

PROFIT AND LOSS	2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		2028	
	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000
REVENUES																
Rooms	14.982	89%	19.464	89%	25.683	89%	26.381	89%	27.125	89%	27.889	89%	28.676	89%	29.484	89%
F&B	1.372	8%	1.783	8%	2.353	8%	2.417	8%	2.485	8%	2.555	8%	2.627	8%	2.701	8%
MICE	6	0%	8	0%	10	0%	11	0%	11	0%	11	0%	12	0%	12	0%
SPA	488	3%	634	3%	836	3%	859	3%	883	3%	908	3%	934	3%	960	3%
Other	31	0%	41	0%	54	0%	55	0%	57	0%	58	0%	60	0%	62	0%
TOTAL OPERATING REVENUE	16.879	100%	21.930	100%	28.936	100%	29.723	100%	30.561	100%	31.422	100%	32.308	100%	33.219	100%
DEPARTMENTAL EXPENSES																
Rooms	4.494	30%	5.450	28%	6.421	25%	6.995	25%	6.781	25%	6.972	25%	7.169	25%	7.371	25%
F&B	1.043	76%	1.284	72%	1.636	70%	1.680	70%	1.728	70%	1.776	70%	1.826	70%	1.878	70%
MICE	2	29%	2	26%	2	24%	3	24%	3	24%	3	24%	3	24%	3	24%
SPA	224	46%	266	42%	335	40%	344	40%	353	40%	363	40%	374	40%	384	40%
Other	20	64%	25	62%	32	60%	33	60%	34	60%	35	60%	36	60%	37	60%
TOTAL DEPARTMENTAL EXPENSES	5.784	34%	7.027	32%	8.426	29%	8.655	29%	8.899	29%	9.150	29%	9.408	29%	9.673	29%
DEPARTMENTAL PROFIT																
Rooms	10.487	70%	14.014	72%	19.262	75%	19.786	75%	20.343	75%	20.917	75%	21.507	75%	22.113	75%
F&B	329	24%	499	28%	717	30%	736	30%	757	30%	778	30%	800	30%	823	30%
MICE	4	71%	6	74%	8	76%	8	76%	8	76%	9	76%	9	76%	9	76%
SPA	263	54%	368	58%	502	60%	516	60%	530	60%	545	60%	560	60%	576	60%
Other	11	36%	15	38%	22	40%	22	40%	23	40%	23	40%	24	40%	25	40%
TOTAL DEPARTMENTAL PROFIT	11.096	66%	14.902	68%	20.510	71%	21.068	71%	21.662	71%	22.272	71%	22.900	71%	23.546	71%
UNDISTRIBUTED OP EXPENSES																
Payroll GM																
Payroll Admin																
Other expenses																
Administrative & general	1.688	10%	1.974	9%	2.604	9%	2.675	9%	2.750	9%	2.828	9%	2.908	9%	2.990	9%
Payroll	240	2,0%	311	2%	411	2%	422	2%	434	2%	446	2%	459	2%	472	2%
Other expenses	150	1%	195	1%	257	1%	264	1%	271	1%	279	1%	287	1%	295	1%
Sales & Marketing	506	3%	219	1%	289	1%	297	1%	306	1%	314	1%	323	1%	332	1%
Utility	675	4%	877	4%	1.157	4%	1.189	4%	1.222	4%	1.257	4%	1.292	4%	1.329	4%
Payroll	30	2,0%	39	2%	52	2%	53	2%	55	2%	57	2%	58	2%	60	2%
Other expenses	19	1%	25	1%	33	1%	33	1%	34	1%	35	1%	36	1%	37	1%
POMECC	338	2%	439	2%	289	1%	297	1%	306	1%	314	1%	323	1%	332	1%
TOTAL UNDISTRIBUTED EXPENSES	3.226	19%	3.533	16%	4.373	15%	4.492	15%	4.618	15%	4.749	15%	4.883	15%	5.020	15%
GOP	7.870	47%	11.369	52%	16.137	56%	16.576	56%	17.043	56%	17.524	56%	18.018	56%	18.526	56%
Base management fees	1.688	10%	2.193	10%	2.894	10%	2.972	10%	3.056	10%	3.142	10%	3.231	10%	3.322	10%
EBITDA	6.182	37%	9.176	42%	13.244	46%	13.604	46%	13.987	46%	14.382	46%	14.787	46%	15.204	46%
Rent	3.713		4.825		6.366		6.539		6.723		6.913		7.108		7.308	
NET OPERATING INCOME	2.468		4.352		6.878		7.065		7.264		7.469		7.679		7.896	
NOI/Revenues	14,6%		19,8%		23,8%											

* si assume che il 80% dei pagamenti avviene tramite carta di credito le cui commissioni per l'esercente sono nell'ordine del 2%

Y9	Y10	Y11	Y12	Y13	Y14	Y15	Y16	Y17	Y18	Y19	Y20
Forecast											
YEAR 9	YEAR 10	YEAR 11	YEAR 12	YEAR 13	YEAR 14	YEAR 15	YEAR 16	YEAR 17	YEAR 18	YEAR 19	YEAR 20
274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274
530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530
145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220
109.021	110.330	111.654	112.994	114.349	115.722	117.110	118.516	119.938	119.938	119.938	119.938
75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	83%	83%
278	283	287	292	296	301	306	311	316	321	326	331
209	215	221	227	233	240	247	254	261	265	269	273
102	104	105	107	109	110	112	114	116	118	119	121
6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7
91	92	93	95	97	98	100	101	103	104	106	108
6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7

1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	25,0%	25,0%	25,0%
25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	2,0%	2,0%	2,0%
2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	10,0%	10,0%	10,0%
10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040												
€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%	€/000	%										
30.315	89%	31.170	89%	32.049	89%	32.952	89%	33.881	89%	34.836	89%	35.818	89%	36.828	89%	37.866	89%	38.472	89%	39.088	89%	39.713	89%
2.777	8%	2.855	8%	2.936	8%	3.018	8%	3.104	8%	3.191	8%	3.281	8%	3.374	8%	3.469	8%	3.524	8%	3.580	8%	3.638	8%
12	0%	13	0%	13	0%	13	0%	14	0%	14	0%	15	0%	15	0%	15	0%	16	0%	16	0%	16	0%
987	3%	1.015	3%	1.044	3%	1.073	3%	1.103	3%	1.135	3%	1.167	3%	1.199	3%	1.233	3%	1.253	3%	1.273	3%	1.293	3%
63	0%	65	0%	67	0%	69	0%	71	0%	73	0%	75	0%	77	0%	79	0%	81	0%	82	0%	83	0%
34.155	100%	35.118	100%	36.108	100%	37.126	100%	38.173	100%	39.249	100%	40.356	100%	41.493	100%	42.663	100%	43.346	100%	44.039	100%	44.744	100%
5.759	25%	7.792	25%	8.012	25%	8.238	25%	8.470	25%	8.709	25%	8.955	25%	9.207	25%	9.467	25%	9.618	25%	9.772	25%	9.928	25%
1.931	70%	1.985	70%	2.041	70%	2.099	70%	2.158	70%	2.219	70%	2.281	70%	2.346	70%	2.412	70%	2.450	70%	2.489	70%	2.529	70%
3	24%	3	24%	3	24%	3	24%	3	24%	3	24%	3	24%	4	24%	4	24%	4	24%	4	24%	4	24%
395	40%	406	40%	418	40%	429	40%	441	40%	454	40%	467	40%	480	40%	493	40%	501	40%	509	40%	517	40%
38	60%	39	60%	40	60%	41	60%	43	60%	44	60%	45	60%	46	60%	48	60%	48	60%	49	60%	50	60%
9.945	29%	10.226	29%	10.514	29%	10.811	29%	11.115	29%	11.429	29%	11.751	29%	12.082	29%	12.423	29%	12.622	29%	12.823	29%	13.029	29%
22.736	75%	23.377	75%	24.036	75%	24.714	75%	25.411	75%	26.127	75%	26.864	75%	27.621	75%	28.400	75%	28.854	75%	29.316	75%	29.785	75%
846	30%	870	30%	895	30%	920	30%	946	30%	972	30%	1.000	30%	1.028	30%	1.057	30%	1.074	30%	1.091	30%	1.109	30%
9	76%	10	76%	10	76%	11	76%	11	76%	11	76%	11	76%	12	76%	12	76%	12	76%	12	76%	12	76%
592	60%	609	60%	626	60%	644	60%	662	60%	681	60%	700	60%	720	60%	740	60%	752	60%	764	60%	776	60%
25	40%	26	40%	27	40%	28	40%	29	40%	30	40%	31	40%	32	40%	32	40%	32	40%	33	40%	33	40%
24.210	71%	24.892	71%	25.594	71%	26.316	71%	27.058	71%	27.820	71%	28.605	71%	29.411	71%	30.240	71%	30.724	71%	31.216	71%	31.715	71%

3.074	9%	3.161	9%	3.250	9%	3.341	9%	3.436	9%	3.532	9%	3.632	9%	3.734	9%	3.840	9%	3.901	9%	3.964	9%	4.027	9%
485	2%	499	2%	513	2%	527	2%	542	2%	557	2%	573	2%	589	2%	606	2%	616	2%	625	2%	635	2%
303	1%	312	1%	320	1%	330	1%	339	1%	348	1%	358	1%	368	1%	379	1%	385	1%	391	1%	397	1%
342	1%	351	1%	361	1%	371	1%	382	1%	392	1%	404	1%	415	1%	427	1%	433	1%	440	1%	447	1%
1.366	4%	1.405	4%	1.444	4%	1.485	4%	1.527	4%	1.570	4%	1.614	4%	1.660	4%	1.707	4%	1.734	4%	1.762	4%	1.790	4%
61	2%	63	2%	65	2%	67	2%	69	2%	71	2%	73	2%	75	2%	77	2%	78	2%	79	2%	80	2%
38	1%	39	1%	41	1%	42	1%	43	1%	44	1%	45	1%	47	1%	48	1%	49	1%	50	1%	50	1%
342	1%	351	1%	361	1%	371	1%	382	1%	392	1%	404	1%	415	1%	427	1%	433	1%	440	1%	447	1%
5.162	15%	5.307	15%	5.457	15%	5.611	15%	5.769	15%	5.931	15%	6.099	15%	6.271	15%	6.447	15%	6.551	15%	6.655	15%	6.762	15%
19.048	56%	19.585	56%	20.137	56%	20.705	56%	21.289	56%	21.889	56%	22.506	56%	23.140	56%	23.793	56%	24.174	56%	24.560	56%	24.953	56%
3.416	10%	3.512	10%	3.611	10%	3.713	10%	3.817	10%	3.925	10%	4.036	10%	4.149	10%	4.266	10%	4.335	10%	4.404	10%	4.474	10%
15.633	46%	16.073	46%	16.526	46%	16.992	46%	17.471	46%	17.964	46%	18.470	46%	18.991	46%	19.527	46%	19.839	46%	20.156	46%	20.479	46%
7.514	7.726	7.944	8.168	8.398	8.635	8.878	9.129	9.386	9.536	9.689	9.844												
8.118	8.347	8.583	8.825	9.073	9.329	9.592	9.863	10.141	10.303	10.468	10.635												
23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%												

7. Un ipotesi di vendita delle due strutture ricettive alberghiere

Tale ultimo paragrafo si propone di considerare un'ipotetica operazione di dismissione da parte di Cassa Depositi e Prestiti delle due strutture ricettive alberghiere dal Fondo Investimenti per la Valorizzazione suggerendo un valore di mercato.

In base ad uno studio pubblicato da "Duff & Phelps Reag" gli yield relativi al comparto immobiliare alberghiero si attestano intorno al 5,5 – 6,5%, si assume quindi nella presente trattazione un exit yield medio pari al 6%⁷¹.

Il market value è stato calcolato scontando il canone al terzo anno, canone a regime, per l'exit yield precedentemente calcolato, ottenendo un valore di mercato pari 106 milioni.

Ex Ospedale al Mare		Op.Co. Cash flow										Total
Asset details		31/12/2019	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028		
Region	Veneto	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	
City	Venezia	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	
Address	Lungomare Gabriele D'Annunzio, 1	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	
Year of construction	1920	246	249	253	257	261	265	269	274			
End of refurbishment	2021	103	134	177	182	187	192	197	203			
Sign Investire)	17.490											
Category	4%5%	42%	54%	70%	71%	72%	72%	73%	74%			
Current rooms	-											
Rooms aft refurbishment	530											
EVALUATION ASSUMPTIONS												
Exit Yield	6%											
Revenues												
Room revenues		14.981.563	19.464.047	25.682.810	26.380.869	27.124.598	27.889.295	28.675.550	29.483.971		199.682.702	
F&B revenues		1.372.329	1.782.930	2.352.576	2.416.519	2.484.645	2.554.693	2.626.714	2.700.767		18.291.173	
MICE revenues		6.099	7.824	10.656	10.740	11.043	11.354	11.674	12.003		81.294	
SPA Revenues		487.939	633.831	836.471	859.207	883.429	908.335	933.943	960.273		6.503.528	
Other Revenues		31.368	40.753	53.773	55.235	56.792	58.393	60.039	61.732		418.084	
GOR		16.879.288	21.929.584	28.936.086	29.722.569	30.560.508	31.422.070	32.307.921	33.218.716		224.976.782	
% room revenues		89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%		89%	
% F&B revenues		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%		8%	
% MICE, SPA & Other revenues		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		3%	
		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		100%	
Costs												
Total Departmental expenses		(5.783.735)	(7.027.220)	(8.425.702)	(8.654.713)	(8.898.707)	(9.149.579)	(9.407.524)	(9.672.741)		(67.014.922)	
Room expenses		(4.494.469)	(5.449.933)	(6.420.702)	(6.595.217)	(6.781.150)	(6.972.234)	(7.168.887)	(7.370.993)		(51.233.675)	
F&B expenses		(1.042.970)	(1.283.709)	(1.635.682)	(1.680.140)	(1.727.507)	(1.776.209)	(1.826.284)	(1.877.270)		(12.850.272)	
Mar. expenses		(1.769)	(2.060)	(2.465)	(2.532)	(2.603)	(2.677)	(2.752)	(2.830)		(19.688)	
SPA expenses		(224.452)	(266.251)	(334.589)	(343.683)	(353.372)	(363.334)	(373.577)	(384.109)		(2.643.366)	
Other expenses		(20.075)	(25.267)	(32.264)	(33.141)	(34.075)	(35.036)	(36.024)	(37.039)		(252.509)	
Total Undistributed expenses		(3.226.044)	(3.533.389)	(4.379.946)	(4.491.802)	(4.618.435)	(4.748.438)	(4.882.512)	(5.020.140)		(34.893.928)	
Administrative & general		(1.687.930)	(1.973.663)	(2.464.248)	(2.675.031)	(2.750.446)	(2.827.986)	(2.907.713)	(2.989.487)		(20.446.703)	
Payroll		(238.705)	(311.425)	(410.925)	(422.094)	(433.994)	(446.229)	(458.899)	(471.744)		(3.194.923)	
Other expenses		(149.816)	(194.640)	(256.828)	(263.809)	(271.246)	(278.893)	(286.755)	(294.840)		(1.996.827)	
Sales & Marketing		(506.379)	(219.296)	(289.361)	(297.226)	(305.605)	(314.221)	(323.079)	(332.187)		(2.587.354)	
Utility		(675.172)	(677.183)	(1.157.443)	(1.188.903)	(1.222.420)	(1.256.883)	(1.292.215)	(1.328.750)		(8.999.071)	
Payroll		(30.364)	(39.449)	(52.052)	(53.467)	(54.975)	(56.524)	(58.118)	(59.756)		(404.705)	
Other expenses		(18.977)	(24.655)	(32.533)	(33.417)	(34.359)	(35.328)	(36.324)	(37.348)		(252.941)	
FCMEC		(337.586)	(438.592)	(289.361)	(297.226)	(305.605)	(314.221)	(323.079)	(332.187)		(2.637.857)	
Total operating costs		(9.009.779)	(10.560.609)	(12.798.648)	(13.146.515)	(13.517.142)	(13.898.217)	(14.290.036)	(14.692.900)		(101.913.847)	
GOP		7.869.519	11.368.975	16.137.438	16.576.054	17.043.366	17.523.852	18.017.885	18.525.816		123.062.934	
Total Management fees		(1.687.930)	(2.192.958)	(2.893.609)	(2.972.257)	(3.056.051)	(3.142.207)	(3.230.792)	(3.321.875)		(22.497.678)	
Base fee %		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%			
Rate fee (on GOP)		(1.687.930)	(2.192.958)	(2.893.609)	(2.972.257)	(3.056.051)	(3.142.207)	(3.230.792)	(3.321.875)		(22.497.678)	
Incentive fee (0%)		-	-	-	-	-	-	-	-		-	
Rent		(3.714.446)	(4.824.509)	(6.365.939)	(6.538.965)	(6.723.312)	(6.912.855)	(7.107.743)	(7.308.124)		(49.494.892)	
NOI		2.468.144	4.351.508	6.877.891	7.064.832	7.264.003	7.468.790	7.679.350	7.895.847		51.070.364	
Market Value											106.098.983	

⁷¹ Fonte: IlSole24Ore (2018). Tratto da: <https://www.ilsole24ore.com/art/casa/2018-02-22/hotel-piu-investimenti-molti-dall-estero-italia-190951.shtml?uuid=AEk8892D>

Conclusione

Il prospetto economico-finanziario oggetto della presente analisi si basa sulla considerazione degli elementi di seguito elencati:

- Il Lido di Venezia, negli ultimi anni, è divenuto un importante bacino di attrazione turistica che acquista sempre più quota di mercato e la cui attrattività interessa soprattutto il segmento del lusso e in particolare le strutture ricettive alberghiere della categoria 4-5 stelle.
- L'incremento del volume degli investimenti nel settore immobiliare alberghiero, di provenienza sia nazionale che internazionale, ed il crescente interesse degli investitori istituzionali in tale comparto. La necessità di una modernizzazione non solo delle strutture alberghiere, ma anche delle forme societarie: accordi contrattuali basati sulla separazione tra proprietà e management, tali da assicurarne l'efficienza.
- Un'analisi dei fondi comuni di investimento immobiliare, strumenti che consentono di offrire ai sottoscrittori prodotti innovativi e in grado di soddisfare le loro esigenze, soprattutto in periodi avversi di mercato caratterizzati da bassi tassi di interesse.
- Il progetto di riqualificazione riguardante l'Ex Ospedale al mare, che ha come obiettivo quello di rilanciare il turismo e il Lido di Venezia, caratterizzato da elevate potenzialità di crescita e tale da rispettarne la sua vocazione originaria rivolta al benessere e alla salute.

Il Gruppo Casa Depositi e Prestiti, proprietario dell'intero compendio immobiliare ha sottoscritto a giugno l'accordo preliminare con Club Mediterranée e TH Resorts per trasformare in due strutture ricettive il complesso dell'ex struttura del Lido oramai abbandonato (Nuova Venezia, 2018)⁷².

Tale operazione avrà un grande impatto turistico nella zona Lido e rappresenterà un'opportunità per un suo rilancio in chiave internazionale, attraverso la divisione tra la parte proprietaria degli immobili e coloro che si occupano della gestione degli stessi, valorizzando un complesso immobiliare oramai in stato di decadimento.

⁷² Fonte: Nuova Venezia (2018). Tratto da:
<https://nuovavenezia.gelocal.it/veneziana/cronaca/2018/06/19/news/ex-ospedale-al-mare-c-e-l-intesa-per-i-resort-1.16977898>

Solo in questo modo si potrà realizzare un vero sviluppo del settore turistico: quindi non più contributi a fondo perduto, ma entrate di equity in grado di incrementare il capitale. Il tutto grazie al contributo delle istituzioni di comune, regione e dell’Agenzia Sviluppo Venezia.

Club Med ha come obiettivo quello di aprire un resort di lusso, a 5 stelle, il cui target principale sono le famiglie.

Anche TH Resorts, aprirà un resort ma a 4 stelle superior rivolto alle famiglie: per un ammontare totale di camere disponibili pari a 530, per un investimento ad opera di CDP che riguarderà un ammontare di oltre 110 mln, saranno poi i due brand del lusso che verranno incaricati della gestione delle due future strutture. CDP, dal lato proprietario, ha stimato di rientrare secondo i tempi previsti dell’investimento effettuato, locando a lungo termine i complessi ai due gestori. Nel rendering di progetto è prevista anche la costruzione di piscine e di una spiaggia privata a disposizione dei resort.

Ai fini del conseguimento di tale intervento sarà necessaria la demolizione dell’attuale Monoblocco comprensivo dell’attuale Distretto Sanitario, ma verrà ricostruito ad opera di CDP nella zona adibita alle ex lavanderie, antecedentemente alla demolizione della struttura attuale. Il progetto oltre a portare benefici per il Lido, porterà ad un beneficio dal punto di vista occupazionale diretto pari a circa 400 persone, ma anche trasverso con circa 1.000 posti di lavoro nel Lido di Venezia.

È iniziata sempre a giugno la fase di progettazione urbanistica del complesso, in collaborazione con le amministrazioni comunali e regionali.

L’inizio dei lavori dipenderà soprattutto dalla risposta Sovrintendenza veneziana, in particolare per l’abbattimento dei padiglioni esistenti ma in totale decadimento, che però risultano condizionati. Le tempistiche di cantiere necessari al termine dei lavori sono stimate a due anni, per l’inizio dei quali bisognerà prima attendere il via libera alla progettazione.

Non verranno invece demolite la chiesa di Santa Maria e il Teatro Marinoni.

A conclusione del presente lavoro di tesi, questa operazione di riqualificazione insieme ad altre, come quella degli Hotel Excelsior e Des Bains, e l’avvio di quella che ha ad oggetto la creazione del nuovo resort “Aquarius”, si potrebbe raggiungere l’obiettivo di creare nella zona Lido circa 1500 camere a cinque stelle, che sono una base importante per il suo rilancio turistico.

Bibliografia

- Ambrosino, S. (2008). *Manuale di diritto del mercato finanziario*. Giuffrè.
- Annuario del Turismo - Città di Venezia. (2016). Tratto da https://live.comune.venezia.it/sites/live.comune.venezia.it/files/articoli/allegati/Annuario%20Turismo%202016_slide%20v6-1.pdf
- Annunziata, F. (2017). *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)*. EGEA.
- Antonucci, A. (1999). *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*.
- Assogestioni. (2018). Tratto da <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,772,0,49,html/fondi-ad-apporto>
- Banca d'Italia. (2017). Tratto da <http://www.bancaditalia.it/statistiche/index.html>
- Banca d'Italia. (2018, ottobre 15). Tratto da <https://www.bancaditalia.it/statistiche/basi-dati/bird/inflazione-e-crescita/index.html>
- Banca d'Italia. (2018). *Turismo in Italia Numeri e potenziale di sviluppo*.
- Borsa italiana. (2018). Tratto da <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>
- Cacciamani, C. (2012). *Real estate. Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare*. EGEA.
- Cacciamani, C. (2008). *Hedge funds, private equity e fondi immobiliari: strategie vincenti per portafogli decorrelati*. Milano.
- Cacciamani, C. (2013). *I fondi immobiliari ad apporto specializzati*. EGEA.
- Cappio, F., Felling, V., & Vedana, F. (2006). *I fondi immobiliari*. Milano: Egea.
- Cappio, F., Felling, V., & Vedana, F. (2006). *I Fondi Immobiliari*. Egea.
- Capriglione, F. (2015). *Manuale di diritto bancario e finanziario*. CEDAM.
- Caramini, R. (2018, aprile 30). *Ius in itinere*. Tratto da <https://www.iusinitinere.it/la-gestione-collettiva-del-risparmio-9857>
- Carrière, P. (2016). *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*.
- Casertano, G. (2011). *Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento*. Milano: CEDAM.

- CDP. (2017). *Cassa Depositi e Prestiti*. Tratto da <https://www.cdp.it/media/comunicati-stampa/cdp-investe-per-lo-sviluppo-del-turismo.kl>
- CDP. (2018, giugno 18). Tratto da Cassa Depositi e Prestiti: <https://www.cdp.it/media/comunicati-stampa/cdp--club-med-e-th-resorts-al-lido-di-venezias.kl>
- CDP Investimenti sgr. (2018). Tratto da http://www.cdpisgr.it/includes/pdf/immobili/Veneto_Venezia_OspedaleaMare.pdf
- Colliers international. (2017). Tratto da <http://www.colliers.com/it-it/italy>
- Colombo, E., & Portale, G. (1993). *Trattato delle società per azioni*. UTET.
- Comune di Venezia. (2013). Tratto da <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:V2u2i-95e44J:coses.comune.venezias.it/download/Doc536.pdf+&cd=2&hl=it&ct=clnk&gl=it>
- CONSOB. (2016). *DISCIPLINA IN MATERIA DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO*.
- Corriere della Sera. (2018, giugno 18). Tratto da Corriere del Veneto: https://corrieredelveneto.corriere.it/venezias-mestre/cronaca/18_giugno_18/ospedale-mare-lido-venezias-accordo-due-resort-c3e46142-7301-11e8-9788-16f7064bd3e6.shtml
- D'amico, V. (2018). Hotel Business Magazine. *Business e Leisure*.
- Del Federico, L. (2005). *Fondi immobiliari chiusi: apporto di pluralità di immobili*.
- Di Paolo, F. (2016). *La disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio*.
- Enriques, C. R. (2004). *Trattato di diritto commerciale: il Mercato mobiliare*.
- EY. (2017). Tratto da Ernest Young: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017/\\$FILE/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017/$FILE/ey-italy-hotel-investment-snapshot-2017.pdf)
- Federalberghi. (2017). *OTTAVO RAPPORTO SUL SISTEMA ALBERGHIERO E TURISTICO RICETTIVO IN ITALIA*.
- Gabrielli, E., & Lener, R. (2011). *I contratti del mercato finanziario*. UTET.
- Gazzetta Ufficiale. (1994, gennaio 25). *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi*. Tratto da www.gazzettaufficiale.it

- Gazzetta ufficiale. (2001, settembre 25). *Disposizioni urgenti in vista dell'introduzione dell'euro*. Tratto da www.gazzettaufficiale.it
- Gazzetta Ufficiale. (2003, settembre 30). Tratto da Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici:
www.gazzettaufficiale.it
- Gazzetta Ufficiale. (2010, maggio 78). *Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica*. Tratto da
<http://www.gazzettaufficiale.it/gunewsletter/dettaglio.jsp?service=1&datagu=2010-05-31&task=dettaglio&numgu=125&redaz=010G0101&tmstp=1275551085053>
- Giannotti, C. (2006). *La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione*. EGEA.
- Giannotti, C. (2006). *La gestione del fondo immobiliare: Rischio, diversificazione e pianificazione*. EGEA.
- Giovagnoli, R., & Fratini, M. (2009). *Le sanzioni amministrative*. Giuffrè.
- HRS. (2017). *Hotel Reservation Service*. Tratto da
<https://corporate.hrs.com/it/novita/hrs-hotel-price-radar-2017-prezzi-leggero-aumento-nella-maggior-parte-delle-citta-italiane-ed>
- HVS. (2015). *DECISIONS, DECISIONS... WHICH HOTEL OPERATING MODEL IS RIGHT FOR YOU?*
- Il Sole 24 Ore. (2010). Tratto da
https://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnLine5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2011/02/committente-prestatore-opera/Dpr-633-del-1972.pdf
- Il Sole 24 Ore. (2012, febbraio 15). Tratto da Soluzioni 24 fisco:
https://www.ilsole24ore.com/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/ILSOLE24ORE/Online/_Oggetti_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2013/12/CIRC-AGEN-2E-2012.pdf
- Il Sole 24 ore. (2017, luglio 27). Tratto da <http://www.ilsole24ore.com/art/casa/2017-07-27/il-rilancio-veneziana-parte-riqualificazione--lido-132409.shtml?uuid=AEslZB1B>
- Il Sole 24 ore. (2017). Cdp investe 130 milioni a Venezia.

Il Sole 24 Ore. (2017). Turismo, Veneto al primo posto per le presenze 2016.

ISTAT. (2015). *Istituto Nazionale di Statistica*. Tratto da <https://www.istat.it>

ISTAT. (2017). *Istituto Nazionale di Statistica*. Tratto da <https://www.istat.it>

MEF . (1983, marzo 23). *Ministero delle economie e delle finanze*. Tratto da <http://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getSommario&id={AD64573C-DC6D-428E-9593-160A02432CB8}>

Merola, F. (2004). *I fondi immobiliari*.

Miller, & Geltner. (2001). An Analysis of Commercial Real Estate Returns: An Anatomy of Smoothing in Asset and Index Returns. p. 6.

Morri, G., & Mazza, A. (2010). *Finanziamento immobiliare*. EGEA.

Nomisma. (2018). *OSSERVATORIO NAZIONALE IMMOBILIARE TURISTICO*. Confcommercio.

Notariato. (2012, ottobre 18). Tratto da <https://www.notariato.it/sites/default/files/90-12-i.pdf>

Nuova Venezia. (2018, giugno 18). Tratto da <https://nuovavenezia.gelocal.it/venezia/cronaca/2018/06/19/news/ex-ospedale-al-mare-c-e-l-intesa-per-i-resort-1.16977898>

Parlamento Italiano. (2001, settembre 25). Tratto da <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/decreti/01351d.htm>

Parlamento Italiano. (2006, luglio 4). Tratto da www.camera.it/parlam/leggi/decreti/06223d.htm

PWC. (2013). *Pricewaterhousecoopers*.

R&D Hospitality. (2018). Tratto da <http://www.rdhospitality.it>

REAG. (2018). Tratto da Duff & Phelps REAG S.p.A.: <https://www.duffandphelps.it/insights/pubblicazioni/index>

Regione Veneto. (2017). *Sistema statistico regionale*. Tratto da http://statistica.regione.veneto.it/banche_dati_economia_turismo.jsp

RICS. (2016). *Valutazione degli immobili a destinazione turistico ricettiva*. Tratto da Royal Institution of Chartered Surveyors: <http://www.rics.org/it/knowledge/research/insights/valutazione-degli-immobili-a-destinazione-turistico-ricettiva/>

Scenari Immobiliari. (2018). Tratto da <https://www.scenari-immobiliari.it>

statista. (2016). Tratto da <https://www.statista.com>

Statista. (2016). Tratto da <https://www.statista.com>

STR Global. (2017). Tratto da <https://strglobal.com>

Torre Sgr. (2018). Tratto da <http://www.torresgr.com/it/legislazionefondi.asp>

TUF. (1998).

TUF. (1998). *Testo Unico della Finanza*.

Ufficio Studio Gabetti. (2017). Tratto da <http://www.gabettigroup.com/it-it/ufficio-studi>

Vedana, F., & Fellingine, V. (2014). *Patrimoni - III edizione: Amministrazione e protezione, patrimoni italiani all'estero e voluntary disclosure*. EGEA spa.

World Travel and Tourism Council. (2018). *TRAVEL & TOURISM: ECONOMIC IMPACT 2018 ITALY*.

WTTC. (2018). *World Travel and Tourism Council*. Tratto da <https://www.wttc.org>

Sintesi

TURISMO E IMMOBILI A DESTINAZIONE TURISTICA

Gli immobili a destinazione alberghiera sono influenzati da quattro fattori rilevanti:

- l'andamento dei consumi;
- le caratteristiche dell'offerta;
- il contesto geografico e politico;
- il verificarsi di eventi esogeni.

Nel nostro paese, la componente maggioritaria di spesa per il settore viaggi e turismo si concentra sul settore leisure, a discapito del settore business ed i visitatori domestici superano di all'incirca due terzi quelli stranieri.

Le strutture ricettive alberghiere italiane si caratterizzano per una prevalenza di operatori indipendenti e gestioni familiari, a discapito delle catene alberghiere e dei contratti di management, con la conseguenza che la maggior parte degli esercizi ha una dimensione media di all'incirca 30 camere.

Due sono i fattori di debolezza strutturale che affliggono le strutture alberghiere italiane:

- Limitato potere contrattuale di fornitori e clienti
- Difficoltà di essere visibili sul mercato.

TURISMO ITALIANO

Nel corso del 2017, l'andamento del settore turistico italiano è stato positivo: i dati confermano un incremento dei viaggi con pernottamento di stranieri nella nostra penisola ed anche un aumento anche se più moderato di viaggi con pernottamento di italiani e la motivazione principale risulta essere vacanza e svago.

Le regioni in cui si concentrano maggiormente i viaggi degli italiani sono, in ordine:

- Toscana
- Emilia-Romagna
- Venezia

Passando alla tipologia di alloggio scelto per il pernottamento, si verifica una crescita delle preferenze degli italiani per sistemazioni in strutture private, a scapito di hotel, tendenza che è rimasta invece invariata nel caso degli stranieri.

IL SETTORE IMMOBILIARE ALBERGHIERO ITALIANO

Le domande di pernottamento dei viaggiatori nel territorio italiano sono influenzate principalmente dal tipo di località scelto, incidendo significativamente nel sistema ricettivo nel suo complesso.

Le preferenze sono influenzate tanto dal livello dei prezzi quanto dalla qualità e quantità dei servizi offerti, in particolare con riferimento al comparto extralberghiero che si è mostrato in costante trasformazione ed espansione negli ultimi anni.

Nei precedenti 3 anni sono soprattutto le scelte di pernottamento degli stranieri a mostrare una tendenza al cambiamento, spostando le preferenze dal ricettivo alberghiero a quello extralberghiero con una maggiore accentuazione per le località lacuali, marine e termali. Per gli italiani, invece, le scelte sono rimaste sostanzialmente invariate, ad eccezione di un maggiore bilanciamento per il settore alberghiero quando si tratta della montagna e per l'extralberghiero nel caso di località termali.

In termini di offerta, il sistema ricettivo delle strutture alberghiere italiane ha registrato una crescita moderata per gli hotel 4 e 5 stelle, in costante diminuzione per le categorie inferiori.

MERCATO IMMOBILIARE ALBERGHIERO IN ITALIA

In Italia, come anche in Europa, hanno contribuito al trend positivo del mercato immobiliare alberghiero italiano, la ripresa economica, l'aumento dei consumi ma soprattutto l'ormai mutata geografia delle preferenze turistiche che ha spostato il baricentro di attrazione verso la nostra penisola. Tutti questi elementi hanno contribuito a rafforzare le prestazioni del sistema alberghiero e come evidenziato nelle numerose iniziative di nuove aperture e ristrutturazioni/riqualificazioni avvenute negli ultimi dodici mesi, ad avviare un miglioramento dell'offerta con diversi connotati di qualità ed innovazione.

In questo contesto, un ruolo fondamentale è stato svolto dagli investitori internazionali che hanno contribuito a circa due terzi delle transazioni realizzate e rappresentati

principalmente da *private equity*, da investitori internazionali privati (family office) e da una quota minoritaria di investitori istituzionali

TIPOLOGIE DI ACCORDI CONTRATTUALI

Le principali categorie di accordi contrattuali sono:

- *Franchising*: in considerazione del pagamento di royalties, la catena alberghiera consente l'utilizzo del suo marchio e i suoi servizi commerciali, fino a quando saranno rispettati dal franchisee determinati standards.
- *Management contract*: il proprietario concede la gestione della struttura ad una catena alberghiera, che utilizzerà il proprio marchio, i servizi commerciali e di promozione.
- *Lease*: il gestore ha la licenza della struttura alberghiera e paga un canone annuo al proprietario, mentre nel caso dell'affitto di un ramo d'azienda il proprietario detiene la licenza che viene poi affittata dal gestore.

STRUTTURE RICETTIVE ALBERGHIERE IN ITALIA

L'offerta da parte delle strutture ricettive alberghiere è molto frammentata in termini di tipologia, localizzazione e modalità di gestione, questa frammentazione ne influenza la forma societaria.

Caratteristica tipica delle strutture ricettive italiane è rappresentata dalla dimensione medio-piccola delle stesse e dalla gestione familiare che è allo stesso tempo proprietaria dell'edificio. Tutto questo colloca l'Italia in una condizione di arretratezza paragonata a quella dei competitors internazionali, caratterizzati invece da una standardizzazione dell'offerta e dall'esistenza di grandi catene alberghiere.

RISCHI E OPPORTUNITÀ NEL MERCATO ALBERGHIERO ITALIANO

Per quanto riguarda le opportunità:

- Stabilità dell'offerta nel mercato immobiliare;
- Elevato interesse dei fondi di investimento immobiliare e degli investitori;
- Scarsità di hotel a 4 stelle con un buon rapporto qualità – prezzo;

Considerando i rischi:

- Il mercato è caratterizzato dalla mancanza di trasparenza e professionalità;
- Il mercato è molto frammentato;
- Non esiste una corrispondenza tra valore reddituale e valore dell'immobile;
- Elevati costi di acquisto e costi di ristrutturazione, con la presenza di un'elevata percentuale di strutture di qualità medio-bassa.

ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE ALBERGHIERO

Negli ultimi cinque anni, il numero delle strutture ricettive compravendute è stato in continuo aumento, in particolare per quanto riguarda le categorie quattro e cinque stelle. Dal 2013 fino al primo semestre del 2018, oltre il 50 per cento delle transazioni avvenute ha riguardato le grandi città, mentre la restante parte le altre destinazioni.

L'interesse del mercato si è focalizzato principalmente sulle due grandi città, Roma e Milano, orientandosi sul lusso nella capitale e sul segmento business nel capoluogo lombardo, con Venezia che acquista sempre più quota di mercato e con una attrattività che interessa soprattutto il segmento lusso.

TIPOLOGIE ALBERGHIERE

L'asset class alberghiero si caratterizza principalmente per:

- *Ubicazione*: distinguendo tra hotel di città e resort;
- *Mercato di riferimento*: che considera la fonte di prevalenza del business (per esempio destinazione business o di vacanza);
- *Categoria*: da 1 a 5 stelle, la cui assegnazione è stabilita da enti competenti, in base alle caratteristiche della struttura ricettiva.

INVESTIMENTI NEL SETTORE IMMOBILIARE ALBERGHIERO

Negli ultimi anni, il mercato degli investimenti immobiliari alberghieri ha registrato un incremento del volume totale degli investimenti:

Le maggiori città nel mirino degli investitori sia italiani sia internazionali sono Firenze, Roma, Milano e Venezia, soprattutto per strutture ricettive alberghiere di fascia alta, interessate da una crescita considerevole e da strutture di fascia media, oggi in numero

maggiore a discapito di quelle di fascia bassa, che invece perdono sempre più quota di mercato.

I FONDI IMMOBILIARI E I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

La normativa riguardante la gestione collettiva del risparmio è stata introdotta in Italia dalla legge 23 marzo 1983, n. 77 e con il trascorrere degli anni è stata oggetto di profonde modifiche.

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

In base a quanto stabilito dagli articoli 36 e 37 del TUF, “*i fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria con lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori*” (TUF, 1998).⁷³

La gestione di tali asset ha come fine ultimo la creazione di valore sia per coloro che si occupano della gestione che per i risparmiatori.

Gli *Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio* sono composti da:

- i fondi comuni di investimento;
- le società di investimento a capitale variabile, cosiddette SICAV

TIPOLOGIE

Una prima distinzione fa riferimento alle modalità di distribuzione dei profitti:

- *fondi a distribuzione dei proventi*: sono quei fondi in cui il risparmiatore riceve sul suo conto corrente le plusvalenze derivanti dalle cedole;
- *fondi ad accumulazione dei proventi*: in cui il realizzo da parte del risparmiatore avviene solo mediante la vendita delle quote.

Un'ulteriore classificazione dei fondi comuni di investimento li distingue fra:

- Fondi mobiliari aperti;
- Fondi mobiliari chiusi,
- Fondi riservati

⁷³ Fonte: Testo Unico della Finanza, d.lgs. 58/1998

- Fondi speculativi.

Esistono poi forme di ibridazione che consentono di investire in quote di fondi appartenenti ad una tipologia diversa.

FONDI MOBILIARI APERTI

I *fondi comuni di investimento aperti* si caratterizzano per il fatto che la sottoscrizione è possibile in ogni momento, ed in ogni momento è possibile ottenere il rimborso totale o parziale del capitale conferito (quote).

Questa particolare caratteristica dei fondi comuni condiziona conseguentemente le politiche di investimento del fondo: dal momento che il sottoscrittore può ottenere il rimborso delle quote in qualsiasi momento, è necessario che il patrimonio del fondo sia investito in strumenti finanziari o in beni liquidabili o quantomeno negoziabili ed è soggetto a variazione nel tempo.

Il fondo aperto è una forma di investimento che tipicamente si indirizza al pubblico (Enriques, 2004)

FONDI APERTI ARMONIZZATI

I fondi aperti armonizzati possono acquisire strumenti finanziari quotati e non quotati, nello specifico quelli non quotati non possono eccedere il 10% del patrimonio del fondo. Tale categoria di fondi è disciplinata dalla direttiva europea del 2014/91/UE, che prende il nome di Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities cosiddetta UCITS V (la prima direttiva risale al 1989) (CONSOB, 2016).

Secondo la disciplina comunitaria il fondo aperto armonizzato si costituisce con la previsione di criteri e limiti all'investimento, in termini di:

- ripartizione e contenimento del rischio;
- liquidabilità dell'investimento;

FONDI APERTI NON ARMONIZZATI

I Fondi non armonizzati sono tutti quei fondi, disciplinati da Banca d'Italia con il d.m. 228/1999, che non rientrano nella categoria di fondi armonizzati. Anche in questa

categoria di fondi, l'investitore può ottenere in qualsiasi momento il rimborso delle quote, conseguenza è che il loro patrimonio può essere investito solo in strumenti finanziari quotati e non quotati in un mercato regolamentato e depositi bancari di denaro.

I fondi non armonizzati sono più rischiosi rispetto a quelli armonizzati, indirizzati solitamente alla clientela professionale. Rappresentano una variante rispetto ai fondi armonizzati e si caratterizzano per una maggiore libertà di investimento derivante dal fatto che tali fondi non sono soggetti alle direttive comunitarie.

FONDI CHIUSI

Appartengono alla categoria dei fondi comuni di investimento in cui il numero di quote di partecipazione è fisso. In questa categoria di fondi il diritto di rimborso delle quote ai partecipanti avviene solo per scadenze predeterminate attraverso lo smobilizzo degli investimenti.

Caratteristica peculiare di questi fondi è che gli investimenti sono poco liquidi e a lungo termine, solitamente almeno 10 anni.

Questa categoria di fondi investe prevalentemente in strumenti finanziari o beni che non hanno un mercato ufficiale.

Mentre i fondi aperti raccolgono capitali ed effettuano rimborsi in via continuativa, quelli chiusi effettuano la raccolta solo in tranches determinate e prevedono il rimborso solo a determinate scadenze.

FONDI RISERVATI

Sono fondi la cui partecipazione è riservata a investitori qualificati che si caratterizzano per la loro particolare conoscenza in termini di operazioni finanziarie: tali fondi sono dunque esclusi a priori dalla destinazione al pubblico. Questo ovviamente influisce sulle politiche di investimento del fondo essendo previsti limiti che si distinguono da quelli generalmente fissati per i fondi aperti e chiusi.

FONDI SPECULATIVI

I *fondi speculativi*, noti anche come “*hedge funds*” si distinguono dalle altre categorie di fondi per il regime di sottoscrizione delle quote e per la loro modalità di circolazione.

Diversamente dai fondi riservati:

1. è stabilito un divieto di sollecitazione all'investimento;
2. è prevista una sottoscrizione minima iniziale pari a 500 mila euro.

Non si rivolgono in via esclusiva a determinate categorie di investitori, o ad investitori considerati esperti, tuttavia le caratteristiche descritte ai punti 1 e 2, rendono il fondo riservato a tutti gli effetti ad investitori esperti o quantomeno dotati di elevate risorse finanziarie (Cacciamani C. , 2008)

FONDI GARANTITI

I fondi garantiti rappresentano una particolare categoria di fondi in grado di assicurare agli investitori la restituzione del capitale investito oppure la garanzia di un rendimento minimo. In merito alla forma, possono essere di tipo aperto o di chiuso. Tale categoria di fondi può essere costituita da SGR che abbiano stipulato specifiche convenzioni con banche, imprese di investimento ed infine imprese di assicurazione.

SICAV

La gestione collettiva del risparmio è riservata oltre che alle SGR anche alle SICAV, definite dal TUF quali “*società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni*” (TUF, 1998).

Sono state introdotte con il decreto legislativo n. 84/1992. Quanto all'investitore, esso ricopre la carica di socio partecipante che, attraverso il suo diritto di voto, può influire sulle decisioni d'investimento.

SICAF

Le *Società di investimento a capitale fisso* introdotte con il decreto legislativo 44/2014, diversamente da quanto stabilito per i fondi comuni di investimento, si contraddistinguono per la forma societaria, anziché contrattuale. Anche le SICAF fanno parte degli organismi di investimento collettivo del risparmio: devono costituirsi in forma chiusa e adottare la forma delle società per azioni aventi come oggetto l'investimento collettivo del patrimonio raccolto tramite l'offerta di proprie azioni e altri strumenti finanziari (Carrière, 2016)

LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA

I fondi comuni di investimento si basano su tre soggetti principali:

- *La Società di Gestione del Risparmio*, SGR: che secondo quanto stabilito dal testo unico della finanza sono autorizzate ad agire da Banca d'Italia, sentita la Consob;
- *Il soggetto depositario*, ovvero l'ente creditizio o intermediario finanziario responsabile del patrimonio del fondo; della custodia degli strumenti finanziari e delle liquidità di pertinenza del fondo;
- *La rete di vendita*, responsabile del collocamento delle quote, spesso identificata da banche che fanno parte dello stesso gruppo cui appartiene la SGR.

SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

Sono state introdotte dal TUF all'art.1 che le definisce come “*società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio*”.

La struttura della gestione collettiva si basa sul fondo comune di investimento e sulla SGR che gestisce tale fondo; il patrimonio del fondo per definizione è autonomo.

Allo scopo di contrastare comportamenti fraudolenti è previsto che sia banca depositaria a detenere la liquidità e gli strumenti finanziari e appartenenti al fondo: per la cui custodia deve essere incaricata un'unica banca depositaria.

Le SGR possono operare in uno Stato comunitario ed extra-comunitario, sia stabilendovi succursali che in libera prestazione dei servizi previa autorizzazione di Banca d'Italia:

BANCA DEPOSITARIA

La gestione collettiva si caratterizza anche per il ruolo svolto dalla Banca Depositaria, nella quale devono essere depositate le disponibilità liquide e gli strumenti finanziari del patrimonio del fondo. La Banca Depositaria è responsabile sia nei confronti della SGR che nei confronti dei partecipanti del fondo dell'inadempimento dei propri obblighi

ESPERTI INDIPENDENTI

L'esperto indipendente ("EI") è quella figura incaricata dal CDA della società di gestione con il compito di svolgere la valutazione dei beni oggetto di investimento del fondo.

Bisogna innanzitutto distinguere tra la figura dell'esperto indipendente persona fisica e persona giuridica. L'assegnazione dell'incarico avviene previa verifica di determinati requisiti.

Al fine di svolgere il ruolo di esperto indipendente è necessaria la presenza di determinati requisiti: come l'iscrizione all'albo professionale da almeno cinque anni e la capacità dello stesso di svolgere valutazioni tecniche o economiche dei beni di proprietà del fondo.

L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA

L'attività viene esercitata dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB e si svolge sui servizi e attività di investimento e sulla gestione collettiva del risparmio.

La Banca d'Italia è responsabile del contenimento del rischio, della stabilità patrimoniale e della sana e prudente gestione, mentre alla Consob spetta la trasparenza e correttezza nei comportamenti.

IL REGOLAMENTO DI GESTIONE DEL FONDO

Il rapporto fra investitore e SGR ha natura contrattuale e si concretizza nel regolamento del fondo comune: tale documento è uniformato e viene stabilito unilateralmente dalla SGR, in modo che l'investitore non abbia su di esso alcun potere di intervento.

È soggetto all'approvazione da parte di Banca d'Italia (Caramini, 2018).

La partecipazione al fondo comune è "incorporata" in "quote" rappresentate da certificati, destinati alla circolazione e negoziabili sui mercati regolamentati.

IL PROSPETTO D'OFFERTA

Il prospetto d'offerta è un documento con la funzione di raccogliere dati e notizie relativi all'offerta indispensabili agli investitori per poter giungere ad un giudizio legittimo sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, ma anche sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Il prospetto deve essere preventivamente pubblicato da tutti coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico.

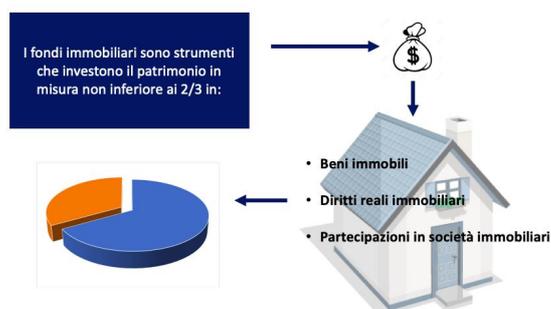
IL RENDICONTO DEL FONDO

Il Rendiconto è un documento che contiene il conto economico, lo stato patrimoniale e la nota integrativa del fondo, ma anche la relazione degli amministratori e le informazioni trasmesse ai sottoscrittori in base alla normativa emanata dalle Autorità di vigilanza.

Più nello specifico il rendiconto contiene la determinazione dei proventi distribuibili: la cui distribuzione è subordinata all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della società di gestione è fondamentale al fine di procedere alla loro (Annunziata, 2017).

I FONDI IMMOBILIARI

I fondi immobiliari sono stati istituiti dalla l. 86/1994 e devono costituirsi obbligatoriamente in forma chiusa ma, anche se rappresentano una derivazione dei fondi chiusi, hanno regole che li distinguono da questi ultimi.



La durata del fondo è compresa tra i 10 ed i 30 anni, ma l'elemento chiave è la coerenza con la natura degli investimenti e soprattutto non maggiore alla durata della SGR.

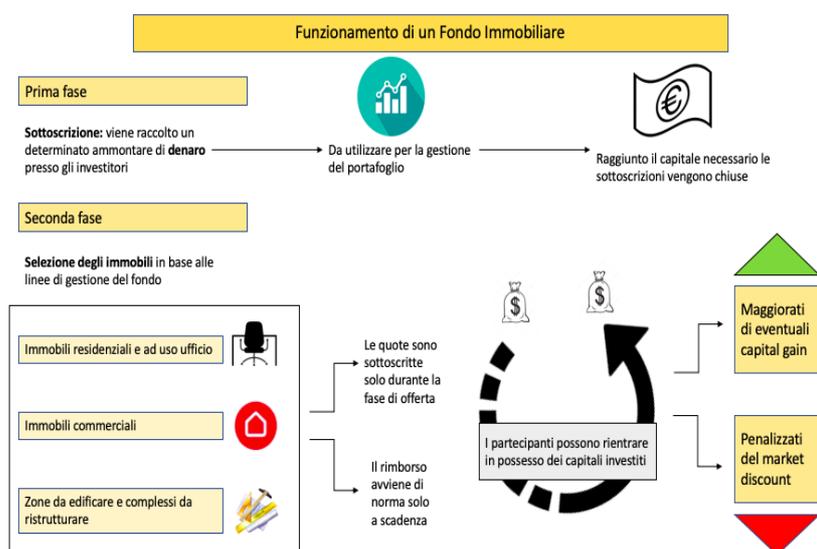
La struttura del Fondo immobiliare, che coincide con quella degli altri OICR, è la seguente:

- la società di gestione del risparmio;
- la banca depositaria;
- i partecipanti al fondo.

I fondi immobiliari sono sottoposti al controllo di Banca d'Italia, Consob e Ministero delle Economie e delle Finanze (di seguito "MEF"). L'autorizzazione è rilasciata dal MEF sentita Banca d'Italia.

Il patrimonio del fondo è autonomo, ovvero è giuridicamente separato sia da quello ogni partecipante, sia da quello del gestore.

FUNZIONAMENTO DEI FONDI IMMOBILIARI



MODALITÀ DI COSTITUZIONE DEI FONDI IMMOBILIARI

Esistono due distinte modalità di costituzione:

- La modalità ordinaria di istituzione di un fondo prevede la preventiva sottoscrizione in denaro delle quote e il successivo investimento da parte del fondo;

- Nel caso di fondi ad apporto, in fase costitutiva del fondo l'apportante, a fronte del conferimento del bene immobile, riceve in contropartita quote del fondo immobiliare.

FONDI IMMOBILIARI AD APPORTO PUBBLICO E PRIVATO

I *fondi immobiliari ad apporto pubblico*, in base a quanto sancito dalla legge n. 86/1994, prevedono l'apporto di beni immobili e/o diritti reali immobiliari, costituiti attraverso conferimenti che vengono effettuati per una misura almeno pari al 51% da parte di: Stato, Enti previdenziali pubblici, Regioni, Enti locali, Consorzi.

La sottoscrizione delle quote dei fondi ad apporto pubblico può avvenire entro un anno dalla loro sottoscrizione, anche da parte di soggetti privati purché l'ammontare sottoscritto sia al massimo pari al 49% del valore complessivo del patrimonio del fondo. Nei fondi immobiliari ad apporto privato, a differenza di quelli ad apporto pubblico, la sottoscrizione avviene da parte di investitori privati.

LA GESTIONE DEI FONDI IMMOBILIARI E IL LEVERAGE

I fondi immobiliari hanno come oggetto esclusivo di investimento i beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari in misura pari a 2/3 del patrimonio del fondo.

Con l'obiettivo di migliorare la liquidità del fondo, è consentito investire la quota eccedente il patrimonio in strumenti finanziari quotati o non quotati, depositi bancari, crediti o titoli rappresentativi di crediti.

In termini di leva finanziaria, in tale tipologia di fondi è consentita in un limite del 60% del totale degli immobili, diritti reali e partecipazioni in società immobiliari e per un limite del 20% riguardante gli altri beni.

I VANTAGGI DELL'INDEBITAMENTO FINANZIARIO NEI FONDI IMMOBILIARI

L'indebitamento finanziario è quella caratteristica che distingue i fondi immobiliari dalle altre categorie di fondi aventi ad oggetto la gestione del risparmio: la natura reale degli investimenti tende infatti a salvaguardare il capitale di medio e lungo termine.

I vantaggi risultanti dall'indebitamento finanziario riguardano:

- rendimenti crescenti per i sottoscrittori di quote e riduzione del costo del capitale
- l'aumento del valore delle quote determina un aumento che aumenta più che proporzionalmente all'aumentare del valore degli immobili
- Diversificazione ed economie di scala

REGIME FISCALE DEI FONDI IMMOBILIARI

Le società di gestione del risparmio sono soggette ad agevolazioni tributarie, con l'obiettivo di favorire l'investimento in fondi comuni di investimento.

La disciplina che ha regolato i fondi comuni è stata soggetta a profonde modifiche nel corso degli anni ed è oggetto del decreto legge 351 del 2001.

L'EX OSPEDALE AL MARE NEL LIDO DI VENEZIA

Il complesso immobiliare denominato "Ex Ospedale al Mare" di proprietà di CDP Investimenti Sgr e detenuto per conto del Fondo Investimenti per la Valorizzazione (FIV) – Comparto Extra, è situato in coincidenza del Lido di Venezia, nella Laguna veneta.

L'area ad oggetto si colloca a Nord dell'Isola in prossimità dell'aeroporto, a ridosso della zona turistica e del fronte arenile.

LA STORIA

L'Immobile venne costruito intorno al 1920, per iniziare vennero costruiti i 33 padiglioni del sanatorio, che con il tempo è diventato un centro di elioterapia e talassoterapia. Nel 1980 si registrò un declino del sistema sanitario, cui seguì quello del lido. Nasce così nel 2007 un progetto che aveva l'obiettivo di rilanciare il Lido attraverso la vendita dell'Ex Ospedale; progetto che è stato successivamente abbandonato.

Ad oggi, si torna a parlare di valorizzazione del lido e turismo con Club Med e TH Resorts, subentrati dopo un lungo iter, al fondo originario che non era riuscito nell'intento.

L'OPERAZIONE DI RIQUALIFICAZIONE E LE PARTI COINVOLTE

CDP Investimenti Sgr ha sottoscritto un accordo preliminare, dando inizio alla fase di progettazione urbanistica, che avrà l'obiettivo di attuare un intervento di riqualificazione dell'Ex Ospedale, che sarà attuato da TH Resorts in collaborazione con Club Med (gestori delle future strutture alberghiere), con l'obiettivo di realizzare due strutture ricettive allineate con il loro modello di resort del lusso, già affermato sul territorio italiano.

HOSPITALITY NEL LIDO DI VENEZIA

La città di Venezia presenta uno stretto legame con il turismo, anche in considerazione dell'eccezionale rilevanza che questo riveste per la vita economica, sociale e culturale cittadina.

Dai dati emerge che fra le quattro categorie di strutture ricettive alberghiere quelle più numerose in termini di letti e camere sono rappresentate dagli alberghi a 4 stelle.

L'attuale tipologia di strutture è in linea con gli obiettivi di CDP, obiettivi che hanno portato TH Resorts e Club Mediterranée, ovvero investitori di fascia alta, ad un'operazione di sviluppo del Lido e ad una sua rigenerazione in grado di affascinare e in chiave "verde".

IL MERCATO DEL TURISMO NEL LIDO DI VENEZIA

La domanda turistica di Venezia si compone per un'elevata percentuale da turisti stranieri, che nel 2015 hanno rappresentato il 75% del totale. In aggiunta, Venezia si conferma come prima destinazione turistica in Italia per arrivi.

Nell'analisi della stagionalità del Lido di Venezia, i valori dell'indice di concentrazione, calcolati per ogni anno nel periodo che va dal 2004 al 2013, denotano una stagionalità crescente rispetto al passato, questo al fine di ottimizzare i costi di gestione.

In merito alla permanenza media, Venezia si colloca al di sopra della media nazionale nella categoria di hotel quattro e cinque stelle: infatti è sempre maggiore la percentuale di visitatori orientati alle strutture quattro e cinque stelle.

Tra il 2014 e il 2015 si è registrato un incremento del 10% di esercizi corrispondenti al settore luxury, cui è corrisposto un aumento del 17% delle camere disponibili.

ANALISI DELLE STRUTTURE RICETTIVE ALBERGHIERE NEL LIDO

Nella seguente tabella viene proposta un'analisi di 3 indicatori di performance delle strutture ricettive alberghiere, quali: Occupancy rate, Average daily rate e Revenue per Available Room che prendono come orizzonti temporale di riferimento il periodo 2015-2017

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
OCC	-	67,00%	67,5%	68,1%	68,4%	69,8%
OCC growth rate	-	-	0,7%	0,9%	1,3%	2,0%
Average OCC rate	1,2%					
ADR	-	225,5	230,4	235,2	237,9	242,4
ADR growth rate	-	-	2,2%	2,1%	1,1%	0,9%
Average ADR rate	1,5%					

PROIEZIONI ECONOMICO FINANZIARIE

Hotel: Ex Ospedale al Mare
 Management Group: Th Resorts and Club Med
 Town: Lido di Venezia
 Rooms for Club Med: 350
 Rooms for Th resorts: 180
 Rooms: 530
 S qm (net area): 17.490
 Ratio (sq m/room): 33

	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10	Y11	Y12	Y13	Y14	Y15	Y16	Y17	Y18	Y19	Y20
OPINING	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274
N. Rooms	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530
Camere disponibili	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220
Camere occupate	60.992	78.070	101.491	102.709	103.942	105.189	106.451	107.729	109.021	110.330	111.654	112.994	114.349	115.722	117.110	118.516	119.938	119.938	119.938	119.938
Occupancy (%)	42%	54%	70%	71%	72%	72%	72%	74%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	83%	83%	83%
Average Daily Rate (ADR)	246	249	253	257	261	265	269	274	278	283	287	292	296	301	306	311	316	321	326	331
RevPAR	103	134	177	182	187	192	197	203	209	215	221	227	233	240	247	254	261	265	269	273
Ricavo medio F&B per camera (Euro)	90	91	93	94	96	97	99	100	102	104	105	107	109	110	112	114	116	118	119	121
Ricavo medi MICE per camera (Euro)	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7
Ricavo medi SPA per camera (Euro)	80	81	82	84	85	86	88	89	91	92	93	95	97	98	100	101	103	104	106	108
PROFIT AND LOSS																				
REVENUES																				
Rooms	14.982	19.464	25.683	26.381	27.125	27.889	28.676	29.484	30.315	31.170	32.049	32.952	33.881	34.836	35.818	36.828	37.866	38.472	39.088	39.713
F&B	1.372	1.783	2.353	2.417	2.485	2.555	2.627	2.701	2.777	2.855	2.936	3.018	3.104	3.191	3.281	3.374	3.469	3.524	3.580	3.638
MICE	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
SPA	488	634	836	899	963	1.028	1.094	1.161	1.229	1.298	1.368	1.439	1.511	1.584	1.658	1.733	1.808	1.884	1.961	2.039
Other	31	41	54	55	57	58	60	62	63	65	67	69	71	73	75	77	79	81	82	83
TOTAL OPERATING REVENUE	16.879	21.930	28.936	29.723	30.561	31.422	32.308	33.219	34.155	35.118	36.108	37.126	38.173	39.249	40.356	41.493	42.663	43.346	44.039	44.744
DEPARTMENTAL EXPENSES																				
Rooms	4.494	5.450	6.421	6.595	6.781	6.972	7.169	7.371	7.579	7.792	8.012	8.238	8.470	8.709	8.955	9.207	9.467	9.618	9.772	9.928
F&B	1.043	1.284	1.636	1.680	1.728	1.776	1.826	1.878	1.931	1.985	2.041	2.099	2.158	2.219	2.281	2.346	2.412	2.489	2.529	2.539
MICE	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
SPA	224	266	335	344	353	363	374	384	395	406	418	429	441	454	467	480	493	501	509	517
Other	20	25	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	43	44	45	46	48	48	49	50
TOTAL DEPARTMENTAL EXPENSES	5.784	7.027	8.426	8.655	8.899	9.150	9.408	9.673	9.945	10.226	10.514	10.811	11.115	11.429	11.751	12.082	12.423	12.622	12.823	13.029
DEPARTMENTAL PROFIT																				
Rooms	10.487	14.014	19.262	19.786	20.343	20.917	21.507	22.113	22.736	23.377	24.036	24.714	25.411	26.127	26.844	27.621	28.200	28.854	29.316	29.785
F&B	329	499	717	736	757	778	800	823	846	870	895	920	946	972	1.000	1.028	1.057	1.074	1.091	1.109
MICE	4	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Other	11	15	22	22	23	23	24	25	25	26	27	28	28	29	30	31	32	32	33	33
TOTAL DEPARTMENTAL PROFIT	11.096	14.902	20.510	21.068	21.662	22.272	22.900	23.546	24.210	24.892	25.594	26.316	27.058	27.820	28.605	29.411	30.240	30.724	31.216	31.715
UNDISTRIBUTED OP EXPENSES																				
Administrative & general	1.688	1.974	2.404	2.475	2.750	2.828	2.908	2.990	3.074	3.161	3.250	3.341	3.436	3.532	3.632	3.734	3.840	3.901	3.964	4.027
Sales & Marketing	506	877	1.157	1.189	1.222	1.257	1.292	1.329	1.366	1.405	1.444	1.485	1.527	1.570	1.614	1.660	1.707	1.734	1.762	1.790
Utility	19	25	33	33	34	35	36	37	38	39	41	42	43	44	45	47	48	49	50	50
Other expenses	338	439	589	597	606	614	623	632	642	651	661	671	682	692	704	715	727	733	740	747
POME	3226	3533	4373	4492	4818	4749	4883	5027	5162	5307	5457	5.611	5.769	5.931	6.099	6.271	6.447	6.591	6.655	6.762
TOTAL UNDISTRIBUTED EXPENSES	7.870	11.349	16.137	16.576	17.043	17.524	18.018	18.526	19.048	19.585	20.137	20.705	21.289	21.889	22.506	23.140	23.793	24.174	24.560	24.953
BEFORE MANAGEMENT FEES	1.688	2.193	2.894	2.972	3.056	3.142	3.231	3.322	3.416	3.512	3.611	3.713	3.817	3.925	4.036	4.149	4.266	4.355	4.404	4.474
EBITDA	6.182	9.176	13.244	13.604	13.987	14.382	14.787	15.204	15.633	16.073	16.526	16.992	17.471	17.964	18.470	18.991	19.527	19.839	20.156	20.479
BEFORE	3.713	4.825	6.346	6.539	6.723	6.913	7.108	7.308	7.514	7.726	7.944	8.168	8.398	8.635	8.879	9.129	9.386	9.536	9.689	9.844
NET OPERATING INCOME	2.468	4.352	6.878	7.065	7.264	7.469	7.679	7.896	8.118	8.347	8.583	8.825	9.073	9.329	9.593	9.863	10.141	10.303	10.468	10.635
NOI/Revenues	14,6%	19,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%

UN'IPOTESI DI VENDITA DELLE DUE STRUTTURE RICETTIVE ALBERGHIERE

Ex Ospedale al Mare											
Asset details		Op.Co. Cash flow									
Region	Veneto	31/12/2019	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	Total
City	Venezia	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274
Address	Lungomare Gabriele D'Annunzio, 1	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530
Year of construction	1920	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220	145.220
End of refurbishment	2021	246	249	253	257	261	265	269	274	274	274
Sqm (net area)	17.490	103	134	177	182	187	192	197	203	203	203
Category	4*/5*	42%	54%	70%	71%	72%	72%	73%	74%	74%	74%
Current rooms	-	Revenues									
Rooms after refurbishment	530	Room revenues	14.981.563	19.464.047	25.682.810	26.380.869	27.124.598	27.889.295	28.675.550	29.483.971	199.682.702
		F&B revenues	1.372.329	1.782.930	2.352.576	2.416.519	2.484.645	2.554.693	2.626.714	2.700.767	18.291.173
		MICE revenues	6.099	7.824	10.456	10.740	11.043	11.354	11.674	12.003	81.294
		SPA Revenues	487.939	633.931	836.471	859.207	883.429	908.335	933.943	960.273	6.503.528
		Other Revenues	31.368	40.753	53.273	55.235	56.792	58.393	60.039	61.732	418.084
		GOR	16.879.298	21.929.584	28.936.086	29.722.569	30.560.508	31.422.070	32.307.921	33.218.746	224.476.782
		% room revenues	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
		% F&B revenues	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
		% MICE, SPA & Other revenues	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
		Costs									
		Total Departmental expenses	(5.783.735)	(7.027.220)	(8.425.702)	(8.654.713)	(8.898.707)	(9.149.579)	(9.407.524)	(9.672.741)	(67.019.922)
		Room expenses	(4.494.469)	(5.449.933)	(6.420.702)	(6.595.217)	(6.781.150)	(6.972.324)	(7.168.867)	(7.370.993)	(51.233.635)
		F&B expenses	(1.042.970)	(1.283.709)	(1.635.681)	(1.680.140)	(1.727.507)	(1.776.209)	(1.826.284)	(1.877.270)	(12.850.272)
		Mar expenses	(1.769)	(2.060)	(2.465)	(2.532)	(2.603)	(2.677)	(2.752)	(2.830)	(19.688)
		SPA expenses	(224.452)	(266.251)	(334.589)	(343.683)	(353.372)	(363.334)	(373.577)	(384.109)	(2.643.366)
		Other expenses	(200.775)	(252.267)	(332.264)	(331.141)	(340.755)	(350.036)	(360.024)	(370.439)	(252.509)
		Total Undistributed expenses	(3.226.044)	(3.533.289)	(4.379.246)	(4.491.802)	(4.618.435)	(4.748.438)	(4.882.512)	(5.020.140)	(34.893.926)
		Administrative & general	(1.887.930)	(1.973.663)	(2.604.248)	(2.675.031)	(2.750.446)	(2.827.986)	(2.907.713)	(2.989.887)	(20.146.703)
		Payroll	(239.705)	(311.425)	(410.925)	(422.094)	(433.994)	(446.229)	(458.809)	(471.744)	(3.194.923)
		Other expenses	(149.816)	(194.640)	(256.828)	(263.809)	(271.246)	(278.893)	(286.755)	(294.840)	(1.996.827)
		Sales & Marketing	(506.379)	(219.296)	(289.361)	(297.226)	(305.605)	(314.221)	(323.079)	(332.187)	(2.587.354)
		Utility	(675.173)	(677.183)	(1.157.443)	(1.188.903)	(1.222.420)	(1.256.883)	(1.292.217)	(1.328.750)	(8.999.071)
		Payroll	(30.344)	(39.449)	(52.052)	(53.467)	(54.975)	(56.524)	(58.118)	(59.756)	(404.705)
		Other expenses	(18.977)	(24.655)	(32.533)	(33.417)	(34.359)	(35.328)	(36.324)	(37.348)	(252.941)
		FCM/EC	(337.586)	(438.592)	(289.361)	(297.226)	(305.605)	(314.221)	(323.079)	(332.187)	(2.637.857)
		Total operating costs	(9.009.779)	(10.560.609)	(12.798.648)	(13.146.515)	(13.517.142)	(13.898.217)	(14.290.036)	(14.692.900)	(101.913.847)
		GOP	7.869.519	11.368.975	16.137.438	16.576.054	17.043.366	17.523.852	18.017.885	18.525.845	123.062.934
		Total Management fees	(1.687.930)	(2.192.958)	(2.893.609)	(2.972.257)	(3.056.051)	(3.142.207)	(3.230.792)	(3.321.875)	(22.497.678)
		Base fee %	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
		Base fee (on GOP)	(1.687.930)	(2.192.958)	(2.893.609)	(2.972.257)	(3.056.051)	(3.142.207)	(3.230.792)	(3.321.875)	(22.497.678)
		Incentive fee (0%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		Rent	(3.713.446)	(4.824.509)	(6.365.939)	(6.538.965)	(6.723.312)	(6.912.855)	(7.107.743)	(7.308.124)	(49.494.892)
		NOI	2.468.144	4.351.508	6.877.891	7.064.832	7.264.003	7.468.790	7.679.350	7.895.847	51.070.364
		Market Value	106.098.983								

CONCLUSIONE

Tale operazione avrà un grande impatto turistico nella zona Lido e rappresenterà un'opportunità per un suo rilancio in chiave internazionale, attraverso la divisione tra la parte proprietaria degli immobili e coloro che si occupano della gestione degli stessi, valorizzando un complesso immobiliare oramai in stato di decadimento. Solo in questo modo si potrà realizzare un vero sviluppo del settore turistico: quindi non più contributi a fondo perduto, ma entrate di equity in grado di incrementare il capitale.