

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Alpha immobiliare fondo  
comune di investimento  
immobiliare di tipo chiuso  
quotato

Prof. Gianluca Mattarocci

---

RELATORE

Gianfranco Caniggia

Matr. 263671

---

CANDIDATO

# ALPHA IMMOBILIARE FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO QUOTATO

## Sommario

INTRODUZIONE.....	3
Capitolo 1: I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE .....	7
1.1 Introduzione.....	7
1.3 Caratteristiche e struttura di un fondo comune di investimento immobiliare .....	10
1.4 Regolamentazione.....	13
1.5 Differenza tra Fondo quotato e Fondo non quotato.....	15
1.6 Conclusioni.....	18
Capitolo 2: SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO .....	19
2.1 Introduzione.....	19
2.2 Definizione .....	19
2.3 Regolamento del fondo e rapporto con i Quotisti.....	21
2.4 Esperti esterni.....	26
2.5 Vigilanza e Vincoli nella gestione.....	28
2.6 Commissioni di gestione e di performance.....	32
2.7 Conclusioni.....	37
Capitolo 3: ANALISI DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO “ALPHA IMMOBILIARE”.....	38
3.1 Introduzione.....	38
3.2 Caratteristiche del fondo .....	40
CARATTERISTICHE DEL FONDO ALPHA.....	40
3.3 Performance del fondo e benchmarking .....	48
3.4 Asset allocation del fondo e benchmarking.....	54
3.6 Conclusioni.....	60
CONCLUSIONI .....	63
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	64

## **INTRODUZIONE**

Nel corso del 2021 l'economia mondiale è cresciuta a ritmi sostenuti nonostante le difficoltà legate alla recrudescenza della pandemia e ai vincoli legati dell'offerta, registrando un incremento del PIL pari al 6,1%. L'attuale scenario macroeconomico trova riscontro nelle proiezioni per l'anno in corso e per il prossimo anno. Rispetto a quanto stimato a gennaio 2022, le prospettive di crescita sono state riviste significativamente al ribasso per il 2022 e il 2023 (FMI - Word Economic Outlook). Per l'anno in corso si prevede un incremento del PIL mondiale pari al 3,6% (0,8 punti percentuali in meno rispetto alle previsioni di gennaio 2022). Tra i paesi emergenti, l'India e la Cina sono quelli per i quali si prevede un maggior incremento del PIL, rispettivamente pari all'8,2% e al 4,4%, mentre per la Russia è prevista una recessione dell'8,5%. Nelle economie avanzate, invece, si prevede che il PIL degli Stati Uniti e del Regno Unito possa crescere del 3,7% mentre per l'Area Euro la crescita potrebbe essere meno consistente e pari al 2,8%<sup>1</sup>.

Nel primo trimestre di quest'anno (ABI - Monthly Outlook), il PIL dell'Area Euro ha registrato un aumento pari allo 0,6% rispetto al trimestre precedente e pari al 5,4% se confrontato con lo stesso periodo dello scorso anno. All'interno dell'Area Euro, la Germania ha registrato una variazione tendenziale pari al 3,8% (1,8% nel trimestre precedente), il PIL della Francia ha registrato una crescita del 4,5% (4,9% nel trimestre precedente) mentre il PIL dell'Italia ha registrato una crescita del 6,3% nei confronti dello stesso periodo dello scorso anno (6,4% nel trimestre precedente)<sup>2</sup>. Le prospettive di crescita dell'Area Euro sono caratterizzate da un alto grado di incertezza. Vi sono tuttavia le condizioni perché l'economia continui a crescere e segni un'ulteriore ripresa nel medio periodo.

---

<sup>1</sup> FMI - Word Economic Outlook, aprile 2022

<sup>2</sup> ABI - Monthly Outlook, giugno 2022

Nel primo trimestre del 2022 gli investimenti istituzionali diretti in immobili in Europa si sono attestati a euro 79,6 miliardi, in aumento del 31% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Considerando le transazioni effettuate nel periodo compreso tra il secondo trimestre del 2021 e il primo trimestre del 2022 la Germania, primo mercato in Europa per volumi investiti, ha registrato un aumento pari al 79% con un volume di investimenti pari a euro 120,4 miliardi, al secondo posto il Regno Unito con un volume di investimenti pari a euro 78,7 miliardi e una crescita del 78%. Seguono la Francia con un volume di investimenti pari a euro 31,9 miliardi, in diminuzione del 13%, e la Svezia che ha raggiunto circa euro 31,8 miliardi di investimenti, in aumento del 115%. I volumi transati in Olanda rimangono stabili e pari a euro 18,1 miliardi, mentre la Norvegia, la Spagna e l'Italia con un incremento del 82% per la prima, del 109% per la seconda e del 43% per la terza, hanno raggiunto rispettivamente euro 17,6 miliardi, euro 15,3 miliardi ed euro 12,0 miliardi.

Per quanto riguarda la tipologia degli investimenti a livello europeo, nel primo trimestre del 2022 sono stati investiti circa euro 28,7 miliardi nel settore uffici, pari al 36% delle transazioni complessive del trimestre (CBRE - European Investment Market Snapshot). Nello stesso periodo il settore industriale-logistico ha registrato circa euro 16,6 miliardi di transazioni, ossia il 21% delle transazioni complessive. Risultati simili sono stati raggiunti nel settore residenziale con circa euro 14,9 miliardi rappresentanti il 19% delle transazioni complessive, mentre il settore retail, con circa euro 9,8 miliardi transati, ha rappresentato il 12% del totale trimestrale. In coda il settore hotel con circa euro 3,1 miliardi (il 4% del totale investito) e il settore healthcare con circa euro 2,4 miliardi (il 3% del totale investito). I restanti euro 4,0 miliardi (il 5% del totale investito) derivano da investimenti in altri settori<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> CBRE - European Investment Market Snapshot, Q1 2022

Per quanto riguarda il mercato immobiliare italiano, nel primo trimestre del 2022 sono stati investiti circa euro 3,2 miliardi nel mercato immobiliare italiano (Comunicato Stampa CBRE aprile 2022), più del doppio rispetto a quanto registrato alla fine del primo trimestre del 2021 (pari a euro 1,5 miliardi). Il recupero ha interessato tutte le asset class, grazie anche alla progressiva risoluzione dall'emergenza sanitaria causata da SARS-CoV-2 e alla conseguente diminuzione delle incertezze che hanno caratterizzato il biennio appena trascorso. Il trimestre ha visto gli investitori stranieri giocare un ruolo significativo, con un'incidenza sul totale investito pari all'82% e l'arrivo di nuovi soggetti sul mercato. In termini di profilo di rischio, si registra un considerevole aumento delle operazioni legate a prodotti value add, favoriti anche dalla grande attenzione nei confronti degli aspetti di environmental, social, and corporate governance (ESG).<sup>4</sup>

In questo scenario si ritiene importante analizzare alcuni strumenti di investimento che potrebbero risultare più resilienti rispetto ad altri in momenti di difficoltà economica ma che non hanno avuto uno sviluppo.

Questo è il motivo per cui in questo elaborato verrà presentata un'analisi dei Fondi Immobiliari come strumento di investimento, dello strumento Fondo immobiliare quotato, delle società che gestiscono i Fondi ed infine un approfondimento sul Fondo Alpha quotato nella borsa di Milano.

Nel primo capitolo si analizzeranno quindi le caratteristiche, la regolamentazione e le differenze tra fondi comuni di investimento immobiliare quotati e non quotati.

Nel secondo capitolo verranno approfonditi il funzionamento delle società che si occupano dei fondi immobiliari ovvero le Società di Gestione del Risparmio o SGR. Nello specifico verrà analizzate il regolamento del fondo, il rapporto

---

<sup>4</sup> Comunicato Stampa CBRE aprile 2022

con i quotisti, gli esperti esterni che si interfacciano con queste società, per poi approfondire il ruolo degli organi di vigilanza e i vincoli nella gestione, ed infine una panoramica su commissioni di gestione e performance.

Il terzo capitolo conclude il percorso con l'approfondimento sul fondo comune di investimento quotato Alpha Immobiliare, fondo gestito dalla società Dea Capital S.G.R S.p.A., che ci ha fornito parte del materiale commentato.

# Capitolo 1: I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE

## 1.1 Introduzione

I fondi comuni di investimento immobiliare italiani hanno assunto, negli anni, una dimensione crescente in termini sia di numerosità sia di patrimonio gestito, rappresentando un importante veicolo di investimento immobiliare per gli investitori retail e qualificati. È aumentata, parallelamente, l'attenzione da parte degli operatori e degli studiosi del settore verso tale strumento del risparmio gestito<sup>5</sup>.

La gestione del fondo immobiliare è, senza dubbio, complessa e richiede competenze di varia natura: finanziaria, immobiliare, amministrativa, commerciale e organizzativa. Nel rispetto dei vincoli posti dalla normativa di riferimento, essa si può certamente avvalere di principi e di metodologie ampiamente utilizzati nel settore finanziario e industriale, a condizione però di considerare le peculiarità tipiche degli investimenti e del mercato immobiliare. In questo capitolo verranno analizzati i fondi comuni di investimento immobiliare, partendo dalle caratteristiche di un fondo, andando poi ad analizzare la regolamentazione di questi ultimi.

In conclusione, verranno confrontati fondo quotati e non quotati per sottolineare le differenze e le peculiarità di entrambi.

Per introdurre i fondi comuni di investimento è necessario sapere che questi rientrano insieme alle Sicav, tra gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Un fondo comune di investimento è formato da un patrimonio indiviso di pertinenza di una pluralità di investitori che con la sottoscrizione di quote del fondo, delegano l'attività di investimento e gestione

---

<sup>5</sup> “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione” di Massimo Caputi, a cura di Claudio Giannotti,

ad una SGR (società di gestione del risparmio), unico soggetto autorizzato alla gestione dei fondi<sup>6</sup>.

Le stime di fine anno secondo (Scenari Immobiliari 2022) ipotizzano a livello globale un valore del patrimonio complessivo di fondi immobiliari e REIT di 4.350 miliardi di euro, in crescita di circa il diciassette per cento rispetto ai dodici mesi precedenti. Questi risultati dell'anno 2022, ben al di sopra delle aspettative, è dovuta ai risultati positivi di ogni tipo di prodotto immobiliare gestito e alla performance straordinaria dei REIT statunitensi, che trainano da sempre il mercato dei REIT a livello globale. Complessivamente il patrimonio immobiliare detenuto dai REIT nel mondo per il 2022 sfiorerà i 3.250 miliardi di euro con un incremento di oltre il diciotto per cento.

Secondo le ultime stime, l'economia mondiale si sta avvicinando alla recessione con un rallentamento marcato e più diffuso del previsto che si sintetizza nella chiusura del 2022 a più 3,2 per cento e la revisione degli obiettivi di crescita complessivi per il 2023, scesi al 2,7 per cento dal 2,9 per cento di agosto, in uno scenario che descrive l'importanza della particolare difficoltà delle aree più sviluppate. Anche per gli investimenti alternativi, compreso il real estate, ci si aspetta una frenata nel 2023 ma non sarà brusca perché, a differenza di altre crisi economiche, il mercato dei fondi immobiliari è meno esposto in termini di debito con gli Istituti di Credito e questo consente una solidità e una resilienza maggiori<sup>7</sup>.

## **1.2 Definizione**

La normativa dei fondi immobiliari in Italia risale al 1994 (legge 86/1994 “Istituzione e disciplina dei fondi di investimento immobiliare chiusi”,

---

<sup>6</sup> G.Tamburini, “Idea Fimit sgr: Introduzione ai Fondi Immobiliari”

<sup>7</sup> Scenari Immobiliari fonte Dea Capital “i fondi immobiliari in Italia e all'estero aggiornamento rapporto 2022”

Gazzetta Ufficiale ma i primi fondi sono realmente nati solo nel 1998, a seguito alle riforme approvate dal Testo Unico della Finanza – TUF (D. legislativo n.58 del 24/02/1998) e dal successivo D.M. n. 228 del 24/05/1999 che hanno rivisto quasi completamente l'assetto iniziale della norma.

I fondi comuni sono strumenti di investimento, gestiti dalle società di gestione del risparmio (SGR) che raccolgono le somme di più investitori e le fanno fruttare, utilizzando un unico patrimonio, in attività finanziarie (azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.) o in immobili, utilizzando la loro capacità e professionalità, riducendo al minimo i rischi.

I vantaggi sono molteplici: in primo luogo la gestione del patrimonio degli investitori avviene da parte di professionisti (SGR) che utilizzano le loro conoscenze e la loro esperienza diversificando gli investimenti. Inoltre, vi è un'articolata serie di controlli, sia pubblici (Consob e Banca d'Italia) che privati (controlli interni alla società, società di revisione, banca depositaria) che garantiscono trasparenza ed efficienza. Ovviamente non c'è la garanzia di un rendimento certo o dell'integrità del capitale, il valore delle attività che compongono i fondi, infatti, può variare in connessione all'andamento dei relativi mercati<sup>8</sup>.

I fondi sono suddivisi in tante quote unitarie e tutti i risparmiatori che hanno aderito al fondo hanno gli stessi diritti, salvo specifiche prescrizioni sul regolamento.

Oltre alla forma tradizionale, SGR/fondo comune, la stessa attività di investimento può essere svolta dalle società di investimento a capitale variabile (Sicav) o a capitale fisso (Sicaf) che a differenza delle SGR, sono vere e proprie società di cui i sottoscrittori diventano soci con tutti i relativi diritti (ad esempio il diritto di voto). Le Sicav e le Sicaf possono essere gestite anch'esse dalle

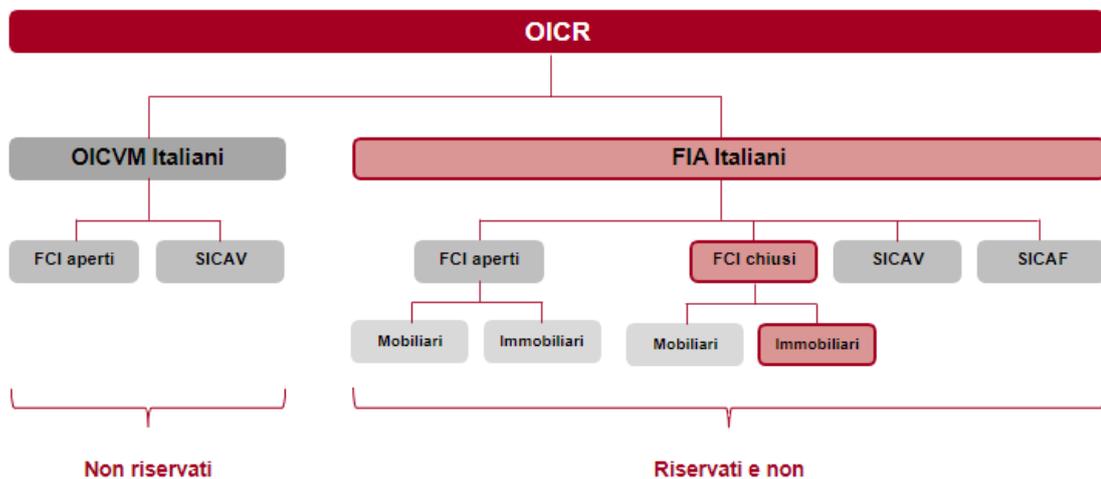
---

<sup>8</sup> Cappio F., Felling V., Vedana F., I fondi immobiliari, Egea Editore, Milano, 2006.

SGR e in questo caso si definiscono eterogestite e invece si dotano autonomamente di tutti i presidi normativi e di un'organizzazione adeguata si dicono endogestite<sup>9</sup>.

### 1.3 Caratteristiche e struttura di un fondo comune di investimento immobiliare

Per avere un quadro generale più completo sugli organismi di investimento collettivo del risparmio si può utilizzare il seguente grafico:



(Fig.1.1: Idea Fimit Sgr, quadro generale sui Fondi Immobiliari, 2016)

I FIA italiani, organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), si suddividono in: fondi comuni di investimento aperti (FCI aperti), fondi comuni di investimento chiusi (FCI chiusi), società di investimento a capitale variabile (SICAV), società di investimento a capitale fisso (SICAF).

Un Fondo comune di investimento, sia esso chiuso o aperto, si definisce «immobiliare» qualora il patrimonio dello stesso sia investito in misura non

<sup>9</sup> Cacciamani C., Real Estate, Egea Editore, Milano, 2012.9

inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo in beni immobili e diritti reali immobiliari, al contrario si definisce «mobiliare».

In funzione della qualificazione dei partecipanti, i FIA italiani possono essere definiti «riservati», se la loro partecipazione è riservata ad investitori professionali, oppure «retail». Questi ultimi possono essere gestiti da una SGR oppure da un GEFIA UE (Società autorizzata ai sensi della AIFMD in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, che esercita l'attività di gestione di uno o più FIA).

La prima fase della nascita di un fondo immobiliare parte con la definizione di una strategia di investimento da parte del futuro gestore, la strutturazione di un business plan, la definizione di un rendimento target, la redazione di un regolamento di gestione, la costituzione del fondo, la commercializzazione delle quote, la sottoscrizione delle stesse e l'execution della strategia. L'obiettivo del fondo è raccogliere un prefissato ammontare di denaro presso gli investitori di riferimento, per poi utilizzarlo nella costituzione e gestione del portafoglio al fine di conseguire il rendimento target. Una volta che il denaro è stato raccolto, il fondo seleziona gli immobili da rilevare, a seconda della strategia (Core, Core plus, Value added, Opportunistica) e a seconda della tipologia di assets definiti come target (uffici, terziario, residenziale, logistica, etc).

Le quote possono essere sottoscritte, entro i limiti della disponibilità del fondo, solo durante la fase di offerta ed il rimborso avviene di norma solo alla scadenza o alla completa liquidazione degli assets<sup>10</sup>.

I fondi possono anche essere quotati in un mercato regolamentato e ciò dovrebbe garantire al capitale una maggiore liquidabilità.

Il principale vantaggio legato a queste tipologie di investimento è per l'investitore quello di entrare in possesso di uno strumento di investimento

---

<sup>10</sup> G.Tamburini, "Idea Fimit sgr: Introduzione ai Fondi Immobiliari"

collettivo, trasparente, vigilato e diversificato; vi è infatti un controllo da parte degli organismi di vigilanza competenti sulle SGR che hanno l'obbligo di redigere rendiconti periodici (semestrali o annuali) sulle performance del fondo dandone evidenza a tutti i quotisti e in caso di fondi quotati dandone comunicazione al mercato. Vi è anche un coinvolgimento attivo dei quotisti nella governance del Fondo che viene garantito attraverso la partecipazione all'assemblea dei partecipanti e la nomina dei membri del Comitato Consultivo.

Lo svantaggio invece è legato al fatto che il fondo immobiliare è uno strumento di medio e lungo periodo. Nonostante molti fondi immobiliari (retail) siano quotati anche in borsa, e quindi è possibile negoziarli anche prima della loro scadenza, restano strumenti molto meno liquidi rispetto a molti altri investimenti paragonabili e può essere più difficile cedere partecipazioni azionarie rilevanti.

I fondi possono essere:

- **aperti**, quindi consentono di sottoscrivere quote, o chiederne il rimborso, in qualsiasi momento. Questi fondi investono normalmente in attività finanziarie quotate, in titoli quotati (azioni, obbligazioni, ecc.);
- **chiusi**, quindi consentono di sottoscrivere quote solo nel periodo di offerta, che si svolge prima di iniziare l'operatività vera e propria, e le rimborsano di norma solo alla scadenza del fondo. I fondi chiusi sono prevalentemente investimenti poco liquidi e di lungo periodo (immobili, crediti, società non quotate).

I fondi immobiliari rappresentano uno strumento molto importante per affrontare situazioni di crisi come quelle in atto: possono notevolmente ridurre

il rischio legato all'investimento diretto nel settore immobiliare ed al contempo incrementarne la liquidità anche grazie alla diversificazione<sup>11</sup>.

#### **1.4 Regolamentazione**

I fondi comuni di investimento immobiliare sono stati istituiti e disciplinati con l'entrata in vigore della Legge del 21 gennaio 1994 n. 86, che ad oggi è ancora efficace con riferimento ai soli articoli 14 bis e 15, che disciplinano rispettivamente i “fondi istituiti con l'apporto di beni immobili” e le “disposizioni tributarie”. Con questa Legge veniva attribuita autonoma rilevanza ai fondi comuni che investono in immobili o in partecipazioni in società immobiliari.

Successivamente è stata introdotta con il D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 “Testo Unico della Finanza” (TUF), che comprende numerose disposizioni regolamentari in applicazione ed attuazione dello stesso, tra cui, principalmente, il D.M. 24 maggio 1999 n. 228 recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento, più volte modificato, e sostituito dal D.M. 5 marzo 2015 n. 30 concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani ed i Provvedimenti della Banca d'Italia del 1° luglio 1998, del 20 settembre 1999 e del 24 dicembre 1999. Si sono ricondotti così i fondi comuni di investimento immobiliare all'interno della disciplina generale dei fondi di investimento.

Il TUF (Testo Unico sulla Finanza) è il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, emanato con il d. legisl. 58/1998, che costituisce la principale fonte normativa del diritto dei mercati finanziari nell'ordinamento italiano.

---

<sup>11</sup> “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione” di Massimo Caputi, a cura di Claudio Giannotti,

Il panorama normativo è stato poi modificato dal D.L. 25 settembre 2001 n. 351, convertito con modificazioni dalla Legge 23 novembre 2001 n. 410, recante “Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare” (Gazzetta Ufficiale). Con tale disposizione è stato, tra l’altro, introdotto l’importante concetto di “prevalenza” dell’investimento immobiliare cui deve far ricorso un fondo di investimento per essere ricondotto all’interno della categoria dei fondi immobiliari<sup>12</sup>.

La Banca d’Italia 8 maggio 2012 ha poi proceduto a riordinare, la normativa di propria emanazione riunendola in un’unica fonte, il “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”.

All’interno del TUF sono state, inoltre, adottate dalla CONSOB alcune delibere, oggetto di successive modifiche nel tempo, tra le quali la n. 16190, in materia di intermediari, la n. 16191 in materia di mercati di mercati, la n. 11971, concernente la disciplina degli emittenti. Le citate delibere sono state oggetto di modifica da parte della CONSOB e il testo aggiornato è disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), sezione Regolamentazione TUF e Regolamenti CONSOB.

Infine, con Provvedimento del 29 ottobre 2007 è stato adottato dalla Banca d’Italia e dalla Consob un regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, il “Regolamento Congiunto Consob - Banca d’Italia”, da ultimo, modificato con Provvedimento del 19 gennaio 2015 adottato dalla Banca d’Italia e dalla Consob<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Gazzetta Ufficiale: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2001/11/24/01A12765/sg>

<sup>13</sup> Banca d’Italia - Regolamento congiunto Banca d’Italia - Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20071029/index.html?dotcache=refresh>

Il fondo immobiliare non paga le tasse come una normale società di capitali o di persone, sarà infatti il singolo investitore a vedersi tassati i dividendi, distribuiti al netto delle plusvalenze.

### **1.5 Differenza tra Fondo quotato e Fondo non quotato**

I fondi immobiliari possono anche essere quotati in borsa. Le quote dei Fondi sono negoziate presso la Borsa italiana, sul MIV - Mercato Telematico degli Investment Vehicles - segmento Fondi chiusi. Le modalità di negoziazione sono identiche a quelle previste per le azioni. Il fondo immobiliare italiano è un fondo che vede almeno i due terzi del suo patrimonio impiegato in diritti reali immobiliari o società immobiliari. Sono fondi chiusi poiché il rimborso del capitale investito è previsto solo alla scadenza fissata dal regolamento di gestione, che in Italia è almeno di 10 anni. Il valore netto dei fondi immobiliari (NAV, Net Asset Value) è ripartito in quote di uguale valore.

La richiesta di quotazione è obbligatoria per i fondi chiusi non riservati ad investitori qualificati che prevedono un ammontare minimo di sottoscrizione inferiore a venticinquemila euro, e la relativa richiesta di ammissione delle quote alla negoziazione deve essere effettuata dalla SGR entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta.

Il fondo immobiliare non paga le tasse come una normale società di capitali o di persone, è il singolo investitore a vedersi tassati i dividendi, distribuiti al netto delle plusvalenze<sup>14</sup>.

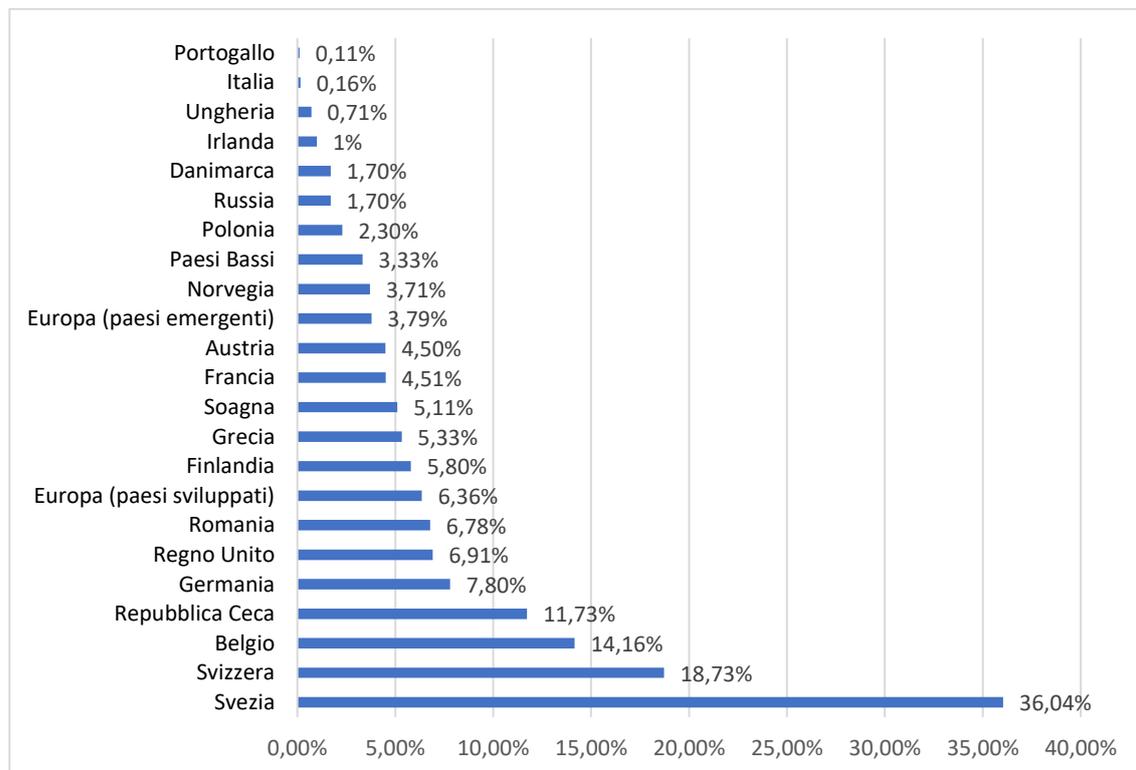
La quotazione è un utile strumento per superare l'aspetto più vincolante dei fondi immobiliari: il ritorno del capitale a 10 anni. Infatti, qualora il titolo del fondo sia quotato in borsa, gli investitori hanno la possibilità di disinvestire le

---

<sup>14</sup> “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione” di Massimo Caputi, a cura di Claudio Giannotti,

proprie quote in qualsiasi momento. La liquidità del titolo rispetto al fondo non quotato è inoltre capace di attrarre nell'immobiliare il risparmio delle famiglie italiane, che ha raggiunto ormai quota 5.200 miliardi. Inoltre, grazie alla quotazione sono soddisfatti i migliori requisiti di trasparenza<sup>15</sup>.

Dai dati di Dea Capital Real Estate Sgr è possibile notare come l'Italia sia in una posizione non ottima rispetto all'Europa sulla percentuale di immobili commerciali quotati rispetto al totale.



(Fig.1.2: Dea Capital Real Estate Sgr, “Immobili quotati su totale immobili commerciali”, 2022)

L'Italia è in fondo nella classifica perché i fondi immobiliari quotati sono nati in Italia soltanto alla fine degli anni 90 importati come modello dalla Germania. La principale differenza rispetto ai fondi tedeschi si trovava, e si trova tutt'ora,

<sup>15</sup> G.Tamburini, “Idea Fimit sgr: Introduzione ai Fondi Immobiliari”

nella struttura della regolamentazione: in Germania si parla di fondi aperti e in Italia di fondi chiusi<sup>16</sup>.

Uno dei problemi principali che ha creato difficoltà nel percorso dei fondi quotati è appunto avere una scadenza fissata che presuppone una liquidazione forzata del portafoglio di investimento in un dato periodo che potrebbe corrispondere ad un momento di flessione del mercato per quella data asset class, con un inevitabile sconto sull'OMV (*open market value*) del bene, dato dalla necessità di vendere, per la chiusura del fondo, e dal momento storico dell'economia al momento della vendita.

Altro elemento di forte criticità per i fondi quotati italiani è stato determinato dalle modifiche fiscali intervenute nel periodo di vita del fondo e che sono state applicate modificando sostanzialmente le previsioni del business plan presentato ai sottoscrittori nel momento della quotazione. Per avvalorare questo aspetto basta ricordare che l'IMU, l'imposta sugli immobili, è aumentata del 300% e le distribuzioni degli utili dei fondi pagavano il 12,50% e oggi pagano il 26%, ma si potrebbero elencare molti altri aumenti non previsti in sede di BP di sottoscrizione di molti fondi quotati<sup>17</sup>.

Un altro grande provvedimento che ha portato dei risultati sostanzialmente diversi rispetto alle previsioni fu la norma varata nel 2011 in cui si sanciva con decreto che l'amministrazione pubblica avrebbe pagato il 15% di meno tutti i contratti di locazione con privati e aveva per legge la facoltà di disdire con un preavviso di sei mesi qualunque contratto di affitto. Questa norma ha inciso in modo catastrofico sul valore degli asset affittati alla pubblica amministrazione,

---

<sup>16</sup> Scenari Immobiliari fonte Dea Capital “i fondi immobiliari in Italia e all'estero aggiornamento rapporto 2022”

<sup>17</sup> “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione” di Massimo Caputi, a cura di Claudio Giannotti,

che tra l'altro rappresentavano una gran parte degli immobili compresi nei fondi quotati.

## **1.6 Conclusioni**

Oggi il rilancio dei fondi quotati non può prescindere da regole chiare e stabili nel tempo, una nuova regolamentazione che consenta anche in Italia di istituire fondi aperti e un meccanismo di market maker che consenta di avere sempre una buona liquidità e liquidabilità dei titoli in borsa. Altro aspetto fondamentale per creare strumenti attrattivi per il mercato degli investitori è la dimensione che deve essere necessariamente ampia, almeno sopra i 2 miliardi, per consentire anche ticket di ingresso e uscita importanti.

In breve, i fondi immobiliari quotati rappresentano un'opportunità di diversificazione finanziaria ad oggi praticamente non sfruttata dal sistema Italia, molto in ritardo rispetto ai paesi vicini. Pertanto, sarebbe opportuno adeguare la norma che vincola i fondi quotati ai fondi chiusi.

Le normative stringenti sono sicuramente un ostacolo alla rapida diffusione di uno strumento, ma d'altro canto sono anche a protezione dei quotisti per garantire i giusti processi e procedure nelle fasi dell'investimento. Proprio le SGR sono i soggetti vigilati (Banca d'Italia) e destinatari di molte norme e regole che scandiscono l'attività ordinaria e straordinaria e per questo motivo nel capitolo successivo verrà approfondita la struttura e il funzionamento di tali operatori.

## **Capitolo 2: SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO**

### **2.1 Introduzione**

In questo capitolo si analizzeranno le SGR, Società di Gestione del Risparmio, partendo dalla definizione, dalle attività principali, dalle caratteristiche e dal sistema di funzionamento. Solo comprendendo appieno le regole e il funzionamento delle Società di Gestione si possono apprezzare le potenzialità dello strumento Fondo Immobiliare. La complessità organizzativa e i presidi di governance sono tutti orientati alla maggior tutela dell'investitore che affida i propri risparmi al gestore. Proprio la governance i controlli di primo, secondo e terzo livello, l'organizzazione interna, il corpo procedurale, la politica di remunerazione, la strategia e le politiche di bilancio sono temi condivisi con la vigilanza al fine di prevenire elementi di criticità nelle attività di gestione del risparmio. Nel capitolo verrà approfondito il regolamento del fondo e il rapporto con i quotisti, elementi fondamentali per stabilire le regole che governano un fondo e avere la stessa trasparenza informativa ai quotisti uniformemente. In conclusione verranno esaminati gli organi di vigilanza, i vincoli nella gestione dei fondi ed infine una panoramica sulla definizione e funzionamento delle commissioni di gestione e di performance.

### **2.2 Definizione**

SGR è l'acronimo utilizzato per indicare le Società di Gestione del Risparmio, ovvero società autorizzate ad esercitare l'attività della gestione collettiva del risparmio. Costituite con il decreto legislativo del 24 febbraio 1998 n. 58 (Gazzetta Ufficiale), le SGR sono società per azioni tenute a prestare una serie di garanzie al fine di poter svolgere l'attività a cui sono preposte. Sono società

vigilate da tre organi di controllo: Banca d'Italia, Consob e il Ministero dell'economia e delle finanze<sup>18</sup>.

Le Società di Gestione del Risparmio si occupano sostanzialmente di tre attività: la gestione collettiva del risparmio, cioè l'investimento sui mercati e la gestione del risparmio raccolto attraverso fondi comuni di investimento e SICAV; la gestione dei fondi pensione, cioè di fondi risparmiati dai cittadini durante la vita lavorativa e destinati a costruire una rendita pensionistica; la gestione patrimoniale, ossia la gestione individuale del patrimonio dei singoli risparmiatori. Oltre a gestire i fondi comuni di investimento e i fondi pensione, la SGR può istituire fondi e realizzare le attività ad essi connesse.

Il capitale minimo di una Società di Gestione del Risparmio non può essere inferiore a 1.000.000 di euro. Inoltre, gli Amministratori delle SGR devono comprovare di possedere i requisiti di Onorabilità e Professionalità stabiliti dalla legge.

Le SGR sono iscritte ad uno speciale albo della Banca D'Italia, Inoltre essa sentita la Consob, autorizza l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento da parte delle società di gestione del risparmio quando la società in esame rispetta determinate condizioni.

Le SGR si dividono per macro-attività in Mobiliari e Immobiliari a seconda dell'organizzazione e dell'expertise dei team e delle caratteristiche dei fondi gestiti. Una SGR può essere autorizzata dalla Banca d'Italia ad operare su entrambi i mercati potendo dimostrare un'organizzazione adeguata, dei presidi di controllo a tutti i livelli efficienti, un corpo procedurale che ricomprenda tutte le attività e un team con sufficiente esperienza e track record relativamente alle attività autorizzate.

---

<sup>18</sup> Atti del convegno "Quo Vadis Italia" Dicembre 2017.

Altro distinguo che viene fatto dall’Autorità di Vigilanza sulle SGR è in base all’Asset Under Management (AUM) cioè in base al patrimonio gestito. Qualora il patrimonio gestito sia inferiore a cinque miliardi di NAV (Net Asset Value), cioè il valore degli asset in portafoglio al netto del debito, la SGR è qualificata “sotto soglia” con una serie di presidi alleggeriti per non incidere troppo sul conto economico della società. Al contrario qualora il patrimonio gestito (AUM) sia superiore ai cinque miliardi di NAV la SGR è qualificata come “sopra soglia” con presidi e procedure rinforzate così come regole di governance più stringenti<sup>19</sup>.

La revisione dei bilanci delle SGR deve essere affidata da una società di revisione iscritta in un apposito albo tenuto dalla Consob.

### **2.3 Regolamento del fondo e rapporto con i Quotisti**

Il regolamento del fondo rappresenta la base giuridica per la regolamentazione contrattuale del rapporto tra il partecipante e le sue controparti; l'importanza del regolamento è evidenziata dal nuovo quadro normativo, che consente agli operatori di adattare le caratteristiche del prodotto ai propri obiettivi commerciali e alle esigenze del mercato.

Pur evidenziando le distinzioni rispetto ad altre iniziative di investimento collettivo del risparmio, la normativa si concentra sullo sviluppo di un sistema di regole e restrizioni commisurate alla natura del fondo immobiliare come strumento di gestione patrimoniale e alla necessità di tutelare i sottoscrittori di quote (OICVM).

Le condizioni di partecipazione al fondo sono disciplinate dal regolamento del fondo stesso. Esso indica: la SGR, la società promotrice e la banca depositaria;

---

<sup>19</sup> “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione” di Massimo Caputi, a cura di Claudio Giannotti,

definisce i compiti di tali soggetti e disciplina i rapporti tra questi e i partecipanti al fondo. Definisce inoltre le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento e indica la SGR, la società promotrice e la banca depositaria.

Al fine di tutelare i diritti dei partecipanti e garantirne l'uguaglianza.

Oltre a quelli applicabili a tutti i fondi, i fondi immobiliari hanno i seguenti obblighi addizionali:

- il regolamento dei fondi istituiti ai sensi dell'art. 12-bis del D.M. 228/1999, indica le caratteristiche e la destinazione dei beni immobili e se il fondo può investire anche in partecipazioni di società aventi a oggetto l'attività di costruzione;
- il regolamento deve specificare se sia consentita la sottoscrizione di quote, sia in fase di costituzione che successivamente alla costituzione del fondo attraverso l'apporto di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- il livello massimo di indebitamento che il fondo può assumere in relazione al suo patrimonio netto totale;
- se il fondo intende effettuare operazioni con i soci della SGR, con imprese appartenenti al loro gruppo o con imprese che fanno parte del gruppo rilevante della SGR.

Per quanto riguarda le spese che devono essere coperte dal fondo, il regolamento può assegnare:

- il costo della commissione da pagare agli esperti indipendenti e all'intermediario finanziario;
- le spese di gestione, manutenzione e ristrutturazione degli immobili di proprietà del fondo;
- i premi per le polizze assicurative sugli immobili di proprietà del fondo.

Vi sono ulteriori obblighi che si applicano a tutti i fondi chiusi, compresi i fondi immobiliari: il parametro di riferimento utilizzato per determinare il risultato minimo prefissato, il metodo di calcolo del risultato di gestione del fondo e la percentuale del risultato di gestione rispetto al risultato minimo prefissato che viene riconosciuta alla SGR nel caso in cui si preveda che la SGR superi il risultato minimo prefissato.

Inoltre, devono essere specificate le modalità di sottoscrizione e di rimborso delle quote e, limitatamente ai fondi immobiliari, le modalità di sottoscrizione delle quote da parte degli investitori mediante conferimento di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Deve inoltre essere specificato che i soci della SGR, o le entità del loro gruppo, o le imprese che fanno parte del gruppo di riferimento della SGR, accettano di aderire all'obbligo di detenere un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti. per una rendita.

I regolamenti dei fondi immobiliari devono delineare le tipologie di comunicazione al pubblico, tra cui i seguenti estratti:

- gli atti di conferimento, acquisto o vendita dei beni, dei soggetti conferenti, acquirenti o venditori e del relativo gruppo di appartenenza;
- le relazioni di stima dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari conferiti al fondo e dei beni acquistati o venduti da/ai soci della SGR, da soggetti appartenenti al gruppo di quest'ultimi o da società appartenenti al gruppo di appartenenza della SGR.
- dei prestiti effettuati per finanziare operazioni di rimborso anticipato di quote di fondi;

- degli atti di conferimento, acquisto o cessione di beni, dei soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e del relativo gruppo;
- del gruppo dell'intermediario finanziario.

Il regolamento per i fondi immobiliari oggetto di operazioni di sollecitazione all'investimento, deve prevedere che le informazioni di cui al comma precedente siano diffuse secondo le linee guida stabilite dalla CONSOB.

In conclusione, il regolamento deve contenere le seguenti indicazioni:

- le modalità di partecipazione al fondo, la forma aperta dello stesso, i termini e le modalità di emissione e rimborso dei certificati, la sottoscrizione e il rimborso delle quote, nonché le modalità di liquidazione del fondo, i destinatari delle quote (pubblico in generale o specifiche categorie di investitori, come gli investitori qualificati);
- gli organi responsabili e competenti per la scelta degli investimenti ed i criteri di ripartizione degli stessi,
- il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo;
- i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi;
- le spese a carico del fondo e quelle a carico della SGR;
- la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla SGR e degli oneri a carico dei partecipanti;
- le modalità di pubblicità del valore delle quote;
- lo scopo del fondo, in termini di obiettivi che la SGR intende perseguire
- l'indicazione della società promotrice e del gestore con la definizione della ripartizione dei relativi compiti

- La banca depositaria, le circostanze per la sua sostituzione e le filiali in cui vengono svolte le funzioni di emissione e consegna dei certificati e di rimborso delle quote.
- L'identificazione della società promotrice e del gestore con la descrizione della ripartizione delle loro responsabilità.

Infine, la SGR definisce autonomamente il regolamento del fondo e richiede l'approvazione alla Banca d'Italia quando sono trascorsi quattro mesi dalla data di presentazione della domanda senza ulteriori contatti (silenzio-assenso).

È stata introdotta, nei fondi chiusi, l'*Assemblea dei quotisti* con funzioni non solo di controllo sull'operato della Società di Gestione, ma addirittura di indirizzo nella gestione del fondo. L'Assemblea dei partecipanti al fondo, convocata dal Consiglio di Amministrazione della Sgr, anche su richiesta dei partecipanti al fondo che rappresentino almeno il 5% del valore delle quote in circolazione, adotti delibere vincolanti per la Società di Gestione concernenti le materie previste nel regolamento.

Il potere deliberativo dell'Assemblea è estremamente ampio, potendo, in ogni caso, decidere la sostituzione della Sgr nonché la modifica delle politiche di gestione del fondo

L'Assemblea dei Partecipanti: riunisce tutti i titolari delle quote del Fondo e delibera sulle proposte di modifica del Regolamento relative alla durata, allo scopo e alle caratteristiche del Fondo, sulla sostituzione della SGR, nomina il suo Presidente e i membri del Comitato Consultivo.

Il Presidente dell'Assemblea dei Partecipanti: eletto dall'Assemblea dei Partecipanti, provvede a tutti gli adempimenti formali in relazione all'Assemblea.

Il Comitato Consultivo: nominato dall'Assemblea dei Partecipanti, è composto da soggetti indipendenti e qualificati.

È inoltre prevista la presenza nel Consiglio di Amministrazione della SGR di amministratori indipendenti e di un Comitato Investimenti al quale partecipano esperti indipendenti con rilevante esperienza nel settore immobiliare<sup>20</sup>.

## **2.4 Esperti esterni**

Gli Esperti Indipendenti sono un ulteriore presidio di garanzia e di trasparenza per l'investitore in quanto sono chiamati a valutare semestralmente gli asset in portafoglio in modo da avere costantemente una situazione reale sul valore del patrimonio gestito. Le valutazioni dell'esperto indipendente vengono fatte proprie dalle SGR e analizzate prima da una funzione di valutazione interna e successivamente discusse in Consiglio di Amministrazione per giungere ad una approvazione formale. L'esperto indipendente è una figura obbligatoria per i Fondi Immobiliari e può essere internalizzata solo dietro approvazione della Vigilanza.

Gli esperti esterni o indipendenti possono essere persone fisiche o giuridiche scelte dal Consiglio di Amministrazione della SGR che nell'affidare gli incarichi deve verificare il possesso dei requisiti previsti dalla normativa, ovvero per le persone fisiche che siano iscritte ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità a effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni in cui è investito il fondo. Inoltre, devono rispettare i requisiti di onorabilità previsti dall'art. 13 del TUF<sup>24</sup> per gli esponenti aziendali delle SGR.

Gli esperti indipendenti che sono persone giuridiche non possono far parte del gruppo della SGR, come indicato nell'articolo 11, comma 1, lettera a), del TUF.

Inoltre, devono soddisfare i seguenti requisiti:

---

<sup>20</sup> “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione” di Massimo Caputi, a cura di Claudio Giannotti

- a. l'oggetto sociale deve riguardare esplicitamente la valutazione dei beni oggetto di investimento da parte del fondo;
- b. devono avere una struttura organizzativa adeguata all'incarico che intendono assumere.

La SGR può anche delegare a professionisti che rispondono a questi criteri incarichi di valutazione di determinati beni.

Le perizie devono essere il risultato di un apposito studio redatto da ciascuno degli esperti indipendenti ingaggiati. In caso di conflitto di interessi con i beni da valutare, l'esperto deve rinunciare alla valutazione e comunicarlo tempestivamente alla SGR.

Non possono essere nominati esperti indipendenti coloro che sono soci, amministratori o sindaci della SGR che conferisce l'incarico, o di altre società o enti che la controllano, o che sono controllati da loro o dalla SGR, o che lo sono stati nei tre anni precedenti il conferimento dell'incarico. Non possono avere rapporti di lavoro subordinato o autonomo con la SGR che conferisce l'incarico, con altre imprese o enti che la controllano, o che sono controllati da uno dei predetti soggetti o dalla SGR, o con uno di essi nei tre anni precedenti il conferimento dell'incarico.

I soci, gli amministratori, i sindaci o i direttori generali della SGR che conferisce l'incarico, nonché le altre società o enti che la controllano o che sono controllati da questi ultimi o dalla SGR, non possono avere un grado di parentela entro il quarto grado dei soci<sup>21</sup>.

L'interessato deve contattare immediatamente la SGR se nel corso della nomina si verifica una di queste circostanze. La SGR provvederà a revocare l'incarico

---

<sup>21</sup> “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione” di Massimo Caputi, a cura di Claudio Giannotti

e a sostituire l'esperto entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione, informando contestualmente la Banca d'Italia e la CONSOB.

La valutazione dei conferimenti dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari dei fondi previsti dall'art. 14-bis della legge 86/1994, (gazzetta ufficiale) è effettuata da un collegio di almeno tre esperti, nel caso in cui la SGR non si avvalga di una società<sup>22</sup>.

## **2.5 Vigilanza e Vincoli nella gestione**

Il quadro normativo di riferimento per la vigilanza sui fondi immobiliari si è sviluppato nel tempo secondo linee analoghe a quelle di altri settori del risparmio gestito, affiancando alle norme più tradizionali, relative ai fondi comuni di investimento (composizione e limiti all'investimento e all'indebitamento), disposizioni più incentrate sull'attività dei gestori.

L'insieme normativo di riferimento è costituito dalle disposizioni del TUF che forniscono le linee guida generali e dalle relative norme di attuazione del MEF, della Banca d'Italia e della Consob. Come per gli altri settori dell'intermediazione bancaria e finanziaria, anche in questo settore gli indirizzi normativi sono fissati a livello legislativo. Tali disposizioni sono ora incluse nel regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob, che da un lato replica nel settore del risparmio gestito gli schemi normativi già presenti nell'ambito della normativa sugli intermediari bancari e, dall'altro, adatta tali schemi alle peculiarità del settore dei fondi immobiliari. Sono stati progressivamente aggiunti requisiti più specifici volti a disciplinare la struttura organizzativa e il sistema dei controlli delle SGR attive nel settore dei fondi immobiliari.

---

<sup>22</sup>Gazzetta ufficiale: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1994/02/05/094G0087/sg>

Sono state inoltre anticipate da tempo disposizioni ad hoc sui conflitti di interesse e sull'esternalizzazione delle funzioni, due temi particolarmente rilevanti per l'operatività dei fondi immobiliari. Successivamente sono state gradualmente introdotte norme sull'adeguatezza patrimoniale, sulla gestione del rischio, sui controlli interni, sulle procedure organizzative, sulle strutture di governance e sulle politiche di remunerazione e incentivazione.

Su sollecitazione degli operatori di mercato (Assogestioni, 2014) è nato il tema della proroga dei fondi immobiliari quotati, con l'obiettivo di gestire in modo ordinato la fase di liquidazione dei fondi in un contesto di mercato difficile.

Il disposto della l. n. 116/2014 il cui art. 22, commi dal 5 bis al 5 decies, introduce un'articolata disciplina per la proroga «straordinaria» della durata dei fondi immobiliari quotati. Si prevede che le Sgr che gestiscono fondi immobiliari quotati possano prorogare la durata del fondo di due anni al solo fine di favorire lo smobilizzo degli investimenti.

Gli operatori del settore, pur apprezzando le modifiche normative intervenute al fine di agevolare lo strumento del Fondo immobiliare quotato, non considerano di lanciare quotazioni nel prossimo futuro considerando l'inadeguatezza del Fondo quotato chiuso, cioè con una scadenza predefinita, rispetto alle oscillazioni di mercato possibili.

Sul punto interpellata Dea Capital Sgr, la più grande società di risparmio gestito immobiliare in Italia, conferma che negli ultimi anni sono stati liquidati tre dei cinque fondi quotati gestiti dalla sgr e gli altri due sono in dismissione e prossimi alla liquidazione e non si prevede la costituzione e il lancio di nuovi strumenti quotati nell'attuale piano industriale della società.

La tabella sotto riportata mostra che questa strategia sia stata adottata non solo da Dea Capital Real Estate Sgr ma da tutte le principali Sgr immobiliari, quali Bnp sgr, Prelios Sgr, Investire Immobiliare Sgr:

FONDI CHIUSI QUOTATI DATI AL 26/01/2023	PREZZO	NAV (1)	SCONTO (2)	CANONI/ VALORE IMMOB (3)	DIV 12M/ PREZZO (4)	CONTRIV SETTIM EURO (5)	RENDIM ANNUO PREZZO (6)	RENDIM ANNUO NAV (7)	RENDIM 1 SETT (IN %)	RENDIM 2022 (IN %)	DATA SCADENZA MASSIMA
NO ME FONDO E SCADENZA											
Atlantic 1 (12/2023)	157,00	360,000	-56,3	+23,2	+8,9	49929	+2,33	+4,67	-0,03	-3,34	12/2022
Atlantic 2 (12/2018)*	—	—	—	—	—	—	—	+7,34	—	—	12/2018
Estense G.D. (12/2016)*	—	—	—	—	—	—	—	+3,56	—	—	12/2016
Europa Imm. 1 (12/2022)*	—	—	—	—	—	—	—	-2,53	—	—	12/2017
FondoAlpha (12/2023)	514,00	1166,000	-56,0	+16,0	—	6640	+2,73	+3,94	-0,91	-2,38	12/2033
FondoBeta (12/2017)*	—	—	—	—	—	—	—	+7,81	—	—	12/2017
FondoDelta (12/2017)*	—	—	—	—	—	—	—	-0,92	—	—	12/2017
Imm. dinamico (12/2023)	20,00	25,000	-19,4	+62,7	—	17168	-2,47	-2,27	+4,77	+0,62	12/2023
Immobiliium 2001 (12/2022)	—	—	—	—	—	—	—	-0,02	—	—	12/2022
Invest Real Sec. (12/2016)*	—	—	—	—	—	—	—	-7,63	—	—	12/2016
Investitico (12/2018)*	—	—	—	—	—	—	—	+3,59	—	—	12/2018
Med. RE - A (12/2024)	3,00	5,000	-42,1	+12,0	—	40038	-0,30	+2,03	+3,94	+5,51	12/2027
Med. RE - B (12/2024)	1,65	2,970	-44,6	+12,0	+2,7	78807	+0,22	+2,05	+1,92	+3,76	12/2027
Obelisco (12/2018)*	—	—	—	—	—	—	—	-61,59	—	—	12/2018
Opportunità Italia (12/2024)	1054,00	2237,700	-52,9	+5,8	+1,9	63525	-5,78	+0,90	+2,03	+0,04	12/2024
Polis (12/2020)*	—	—	—	—	—	—	—	+0,63	—	—	12/2020
Portfolio Imm. (12/2016)*	—	—	—	—	—	—	—	-1,40	—	—	12/2016
RE Europa (12/2021)*	—	—	—	—	—	—	—	+0,94	—	—	12/2022
RE Italia (12/2022)	—	—	—	—	—	—	—	-0,01	—	—	12/2022
Risp. Imm.1 Energia (12/2024)	3400,00	3411,000	-0,3	+17,7	—	3167	-5,33	-5,31	+9,68	—	12/2024
Securifondo (12/2019)*	—	—	—	—	—	—	—	+2,85	—	—	12/2019
Socrate (12/2023)	193,00	421,000	-54,1	+8,3	—	22637	-3,26	+0,66	-1,24	-1,89	12/2022
Tecla (12/2017)*	—	—	—	—	—	—	—	+8,75	—	—	12/2017
Unicredito Imm.1 (12/2020)*	—	—	—	—	—	—	—	+1,86	—	—	12/2020
Valore Imm. glob. (12/2022)	—	—	—	—	—	—	—	+0,50	—	—	12/2022

(Fig.2.3: Fondi chiusi Immobiliari - Sole 24 Ore)

Effettivamente su 25 fondi immobiliari quotati ben 14 sono stati liquidati negli ultimi cinque anni e degli altri 11, 10 sono in scadenza nei prossimi 4 anni e 1 nei prossimi 10 anni (Sole 24 Ore). Tutti comunque sono in liquidazione e non sono stati promossi da nessuna Sgr Fondi immobiliari quotati di nuova emissione.

La fine del 2022 si è caratterizzata per il delisting di Valore Immobiliare Globale e di Immobiliium 2001 giunti a scadenza. L'inizio del 2023 ha visto il comparto dei fondi chiusi immobiliari salire dello 0,29%, ma ormai il segmento è diventato illiquido con scambi molto rarefatti. Il più trattato è risultato Opportunità Italia con appena 63mila euro scambiati in 5 sedute. Quindi il -3.3% subito da Atlantic 1 con appena 50mila euro appare poco significativo.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Fondi chiusi Immobiliari - Sole 24 Ore

La semplificazione del quadro normativo ha consentito di "aprire spazi" all'azione di vigilanza riducendo il peso dei più tradizionali controlli all'ingresso legati all'approvazione analitica dei regolamenti dei singoli fondi comuni immobiliari. Agli strumenti più convenzionali di vigilanza a distanza e in loco si sono aggiunte anche tecniche innovative legate all'esecuzione di stress test volti a confermare la capacità dei fondi di resistere agli shock finanziari.

L'analisi dei piani aziendali dei fondi immobiliari per determinarne la redditività, in particolare nei casi in cui è stato scoperto un elevato livello di indebitamento, è diventata particolarmente pertinente nel contesto delle attività a distanza.

L'azione di vigilanza ha incluso il riconoscimento di pratiche di governance efficaci ai vertici della società. Per sfruttare appieno il ruolo di asset manager della SGR, è diventato imperativo confermare la capacità della stessa di creare politiche di gestione indipendenti da quelle degli azionisti.

In questa situazione, i controlli volti a confermare la gestione del fondo all'avvicinarsi della sua scadenza originaria sono stati penetranti; la vigilanza ha anche concesso l'autorizzazione a prolungare la durata dei fondi immobiliari retail. In queste situazioni, la vigilanza ha costantemente controllato la qualità delle giustificazioni di tali proroghe, al fine di assicurarne la completezza, la ragionevolezza e l'affidabilità.

Numerose ispezioni presso le SGR si sono inoltre basate sul processo di gestione dei fondi immobiliari, con l'obiettivo di determinare in loco se l'intermediario è in grado di articolare strategie e se ha messo in atto un efficace sistema di controlli. Infine, ma non meno importante, l'Autorità di vigilanza ha introdotto l'uso di strumenti di vigilanza macroprudenziale in aggiunta ai più

convenzionali strumenti macroprudenziali nel settore dei fondi immobiliari, a causa della gravità della crisi e della sua natura sistemica nel contesto delle società attive nel settore dei fondi immobiliari.

Pertanto, nel 2009 e nel 2010 sono state condotte prove di stress test per valutare la probabilità di default di un fondo immobiliare in base a vari scenari legati all'andamento dei prezzi degli immobili e dei redditi da locazione. L'azione di vigilanza complessiva ha evidenziato la necessità per gli intermediari del settore di migliorare lo standard dei sistemi di governance e di controllo per gestire efficacemente le situazioni di crisi. Inoltre, è aumentato il numero di casi in cui gli intermediari del settore sono stati soggetti a sanzioni amministrative. I casi più gravi hanno visto anche l'attivazione di misure di austerità, con alcune Sgr immobiliari già in liquidazione volontaria sottoposte a Lca<sup>24</sup>.

## **2.6 Commissioni di gestione e di performance**

Le commissioni di gestione dei fondi immobiliari prevedono una componente fissa e una variabile, quest'ultima generalmente definita (over) performance fee determinata in una percentuale del risultato eccedente il rendimento obiettivo prefissato del fondo. Il valore patrimoniale lordo (gross asset value - GAV) e il valore patrimoniale netto (net asset value - NAV) del fondo sono utilizzate per la componente fissa, che è rappresentata in termini percentuali, ed è parametrata alternativamente al totale attivo.

La principale componente di spesa nella struttura commissionale dei fondi immobiliari è rappresentata dalle commissioni di gestione. Esse sono riconosciute periodicamente in funzione dell'andamento del fondo, come risulta

---

<sup>24</sup> “L’esperienza dei fondi immobiliari in Italia: mercato, vigilanza e normative” Giuseppe Gibilaro, Banca d’Italia | Gianluca Mattarocci, Università di Roma Tor Vergata | Federico Moro, Moro & Partners

dai rendiconti semestrali e annuali, e spettano alla società di gestione (SGR) per l'amministrazione del fondo.

Alle management fee si aggiungono, gli oneri del veicolo di intermediazione, le commissioni pagate alla banca depositaria, gli oneri per gli esperti indipendenti chiamati a valutare gli immobili in portafoglio o in via di dismissione e le spese di informativa al mercato.

Il regolamento del fondo definisce l'importo e la metodologia delle commissioni di gestione (management fee), nonché le modalità di determinazione delle stesse. Da fondo a fondo, la periodicità di liquidazione varia e può essere trimestrale, semestrale o annuale.

Nel caso di fondi parametrati al NAV, i gestori hanno un minore incentivo nell'impiegare la leva finanziaria al fine di aumentare le attività in gestione, in quanto è minore il contributo del debito alla crescita delle commissioni non impattando esso direttamente sull'aggregato di riferimento. Nei fondi parametrati al GAV Se si adotta la prospettiva valutativa del net asset value, la rapida crescita attesa del grado di indebitamento non impatta in via diretta sul valore del netto patrimoniale delle quote in quanto il maggiore debito compensa la crescita delle attività immobiliari finanziate con mezzi di terzi. Le commissioni fisse di gestione dei fondi GAV sono una funzione diretta del totale attivo. Esso si modifica in seguito a: un maggiore ricorso all'indebitamento funzionale per finanziare l'acquisto di nuove attività immobiliari; un aumento del patrimonio netto (totale di bilancio) dovuto a maggiori profitti netti non distribuiti dovuti ai maggiori proventi operativi, al netto degli oneri finanziari, prodotti dalle nuove attività immobiliari acquisite con l'indebitamento.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> "Fondi immobiliari e commissioni di gestione ex GAV o NAV. Effetti sulla performance" Massimo Biasin, Dipartimento di Economia e Diritto, Università di Macerata. Anna Grazia Quaranta, Dipartimento di Matematica, Università di Bologna.

Tuttavia, la variazione del rendimento economico derivante dagli investimenti marginali deve essere corretta della crescita (lineare) delle commissioni di gestione determinata dai nuovi volumi di attività nonché dalle plusvalenze o minusvalenze latenti sul portafoglio immobiliare acquisito. Tuttavia, gli effetti reddituali complessivi e, di conseguenza, l'impatto sul rendimento e sul valore delle azioni sono incerti a livello di valutazione, sia ex NAV che ex prezzi di mercato. Tuttavia, i gestori beneficiano di un importo maggiore di commissioni per ogni aumento del debito. Al contrario, nel caso dei fondi NAV, le commissioni di gestione aumentano solo se aumenta il valore patrimoniale netto (net asset value).

Il ricorso al debito non influisce direttamente sull'aggregato utilizzato per calcolare la componente fissa della commissione, ma la influenza indirettamente attraverso la seconda componente già menzionata per i fondi GAV, ossia il potenziale miglioramento della performance economica del fondo. Inoltre, quest'ultimo è sempre previsto positivo, a seconda che l'aumento delle commissioni sia condizionato a una variazione positiva del NAV e che l'impatto delle valutazioni degli esperti del nuovo portafoglio immobiliare sul conto economico sia previsto positivo o nullo. Pertanto, gli interessi dei gestori sono allineati a quelli dei sottoscrittori, ricevono commissioni di gestione più elevate solo in caso di aumento del NAV. Tali condizioni non sono date per i fondi GAV. La maggiore volatilità del risultato economico dovuta alla leva finanziaria influisce positivamente sulla componente variabile delle strutture commissionali di entrambi i tipi di fondi.

L'analisi teorica suggerisce che, in termini di comportamento dei gestori, tutti i fondi dovrebbero mostrare un trend di indebitamento crescente. La dinamica di crescita del debito dei fondi GAV dovrebbe essere significativamente superiore a quella dei fondi NAV, che dovrebbero essere più selettivi nelle scelte di investimento; a regime, e a seconda del loro tasso, le commissioni fisse di

gestione dei fondi GAV dovrebbero essere superiori in termini relativi rispetto alle commissioni percepite dai fondi NAV.

Ciò dovrebbe ridurre la redditività del patrimonio immobiliare al netto delle commissioni, per effetto della crescita lineare delle commissioni di gestione dei fondi GAV, nonostante una tendenziale riduzione delle commissioni unitarie dei fondi parametrati al NAV (a fronte di volumi d'affari in crescita); I fondi NAV sono più prudenti dei fondi GAV nelle loro decisioni di investimento, cercando solo progetti immobiliari con VAN uguale a zero o positivo, mentre i fondi GAV potrebbero effettuare investimenti anche con VAN negativo.

Al fine di monetizzare le plusvalenze dormienti del portafoglio, si prevede che i fondi NAV si impegneranno in un volume maggiore di trading immobiliare, limitando potenzialmente la distribuzione dei proventi. Tale politica di investimento dovrebbe tradursi in un rendimento operativo al lordo delle commissioni di gestione più elevato per i fondi NAV rispetto ai fondi GAV; in particolare, sia la componente crescita che quella corrente del rendimento lordo per i fondi NAV dovrebbero essere superiori alla corrispondente componente per i fondi GAV.

A causa della maggiore incidenza della commissione di gestione, il rendimento netto (al netto delle commissioni di gestione) dei fondi basati sul NAV dovrebbe essere superiore a quello dei fondi basati sul GAV.

Tuttavia, gli effetti delle decisioni finanziarie prese dai manager sul valore delle azioni della società dipendono dalla prospettiva valutativa utilizzata. Dal punto di vista del valore patrimoniale netto, gli effetti dovrebbero essere positivi per i fondi basati sul NAV, mentre non sono univoci per i fondi parametrati al GAV. Gli effetti del leverage sulla valutazione di mercato sono incerti per entrambe le tipologie di fondi e dipendono dalla teoria finanziaria che meglio

descrive l'ambiente istituzionale e operativo degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) domestici.<sup>26</sup>

Chiaramente sia la crescita che la differenza tra le due tipologie di fondi delle commissioni gestori sono funzione del tasso percentuale della componente commissionale fissa applicata all'aggregato di calcolo di riferimento ovvero al suo valore atteso a regime.

Complessivamente, per le evidenze di mercato in termini di commissioni percentuali medie applicate, si prevede che i fondi parametrati al valore patrimoniale netto generino, a parità di condizioni, rendimenti superiori rispetto ai corrispondenti fondi GAV; di conseguenza, quest'ultimo dovrebbe negoziare a sconto rispetto al primo.

Verifiche empiriche confermano l'affermazione teorica secondo cui la struttura delle commissioni ha un impatto significativo sulle scelte di investimento e sulle decisioni finanziarie delle SGR .

L'andamento dell'indebitamento dei fondi che calcolano le commissioni sul GAV (Gross Asset Value) è significativamente superiore a quello dei fondi che calcolano le commissioni sul NAV (Net Asset Value) e la redditività delle attività immobiliari (sia al lordo che al netto della commissione di gestione) è inferiore per i fondi che calcolano le commissioni sul GAV rispetto ai fondi che calcolano le commissioni sul NAV. In particolare, i fondi che calcolano le commissioni sul NAV dimostrano una maggiore accuratezza nella selezione degli investimenti, come evidenziato da una maggiore redditività sia della componente corrente che di crescita dell'attività immobiliare. Per quanto riguarda gli effetti dell'indebitamento indotto dalla struttura commissionale sul valore della quota del fondo, un maggior ricorso al debito non sembra

---

<sup>26</sup> "Fondi immobiliari e commissioni di gestione ex GAV o NAV. Effetti sulla performance" Massimo Biasin, Dipartimento di Economia e Diritto, Università di Macerata. Anna Grazia Quaranta, Dipartimento di Matematica, Università di Bologna.

comportare vantaggi di prezzo di mercato per nessuna delle due tipologie di fondo.<sup>27</sup>

## **2.7 Conclusioni**

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR) sono specializzate nell'attività di investimento delegato, in cui il gestore riceve i fondi dal risparmiatore ed è incaricato di assumere le decisioni di investimento ritenute più opportune entro i parametri stabiliti da un contratto di mandato all'inizio del rapporto<sup>28</sup>. Dalla descrizione dell'attività svolta, si evince che le ragioni della vigilanza sulle SGR sono simili a quelle delle banche: l'esistenza di un trust fiduciario da parte degli investitori che convogliano i propri risparmi verso queste categorie di soggetti e la creazione di rapporti tra intermediari fondati sulla reputazione dei singoli operatori richiedono l'adozione di misure atte a garantire l'integrità del sistema finanziario, assicurando così la fiducia del pubblico (art. 5 TUF).

Nel perseguimento di tali finalità, il TUF attribuisce alla Banca d'Italia la competenza in materia di contenimento dei rischi, di stabilità finanziaria e di sana e prudente gestione degli intermediari e alla Consob quella di trasparenza e correttezza. Il secondo profilo normativo primario riguarda il regolamento di gestione del fondo (o statuto della SICAV). Costituendo il contratto tra la SGR e il sottoscrittore, che può accettarlo o rifiutarlo integralmente, la legge inoltre attribuisce alla Banca d'Italia la responsabilità di individuare i contenuti minimi

---

<sup>27</sup> “Fondi immobiliari e commissioni di gestione ex GAV o NAV. Effetti sulla performance” Massimo Biasin, Dipartimento di Economia e Diritto, Università di Macerata. Anna Grazia Quaranta, Dipartimento di Matematica, Università di Bologna.

<sup>28</sup> “L’attività di controllo della Banca d’Italia sulle Società di Gestione del Risparmio” Audizione del Titolare della Divisione SGR del Servizio Supervisione sugli Intermediari Finanziari della Banca d’Italia Luca Zucchelli

e i criteri redazionali, nonché di approvare le eventuali successive modifiche al testo<sup>29</sup>.

La più grande componente di spesa della struttura delle commissioni dei fondi immobiliari è rappresentata dalle commissioni di gestione. I fondi immobiliari italiani, infatti, sono caratterizzati da commissioni di gestione parametrate alternativamente al valore patrimoniale netto (NAV) o al patrimonio totale (GAV); inoltre, la maggior parte dei fondi applica anche una commissione di (over) performance.

## **Capitolo 3: ANALISI DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO “ALPHA IMMOBILIARE”**

### **3.1 Introduzione**

Dopo aver identificato lo strumento del Fondo Immobiliare, averne analizzato la struttura e il funzionamento, dopo aver distinto lo strumento Fondo Immobiliare quotato da quello non quotato ed infine aver analizzato chi promuove, gestisce l'andamento dei fondi, e cioè le Società di Gestione Risparmio (Sgr), in questo capitolo verrà analizzato nel dettaglio il fondo comune di investimento “ALPHA IMMOBILIARE”. L'analisi partirà dalle caratteristiche e dalla struttura del Fondo, analizzando poi le performance, l'asset allocation e la strategia adottata sul portafoglio nel passato e nel presente. Oltre all'analisi del Fondo nel capitolo saranno analizzati alcuni benchmark per realizzare un confronto oggettivo dell'andamento e delle strategie.

---

<sup>29</sup> “L'esperienza dei fondi immobiliari in Italia: mercato, vigilanza e normative” Giuseppe Gibilaro, Banca d'Italia | Gianluca Mattarocci, Università di Roma Tor Vergata | Federico Moro, Moro & Partners

La scelta è ricaduta sul Fondo Alpha per una serie di motivi: il primo tra tutti è la longevità di questo strumento, nato nel 2001 e in tutti questi anni è riuscito sempre a dare un rendimento positivo nonostante le crisi di mercato attraversate. Il Fondo di Investimento Alternativo (FIA) “Alpha Immobiliare – Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso” è un fondo ad apporto pubblico, istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione dell’allora Fimit Sgr S.p.A. (poi IDeA FIMIT Sgr S.p.A. ora DeA Capital Real Estate SGR S.p.A.) del 27 giugno 2000 è il primo fondo immobiliare ad essere quotato sul mercato di Borsa Italiana. Ha avviato la propria attività il 1° marzo 2001 mediante il conferimento di 27 immobili con prevalente destinazione ad uso ufficio, situati a Roma, Milano e provincia e Bologna e provincia, per circa 400.000 mq di superficie complessiva, inclusi accessori e parti annesse, per un valore complessivo di circa euro 247 milioni.<sup>30</sup>

L’altro motivo della scelta del Fondo Alpha, che rafforza il primo, è la scadenza fissata nel 2033, quindi ancora dieci anni di vita che lo portano ad essere il più lungo strumento di questa tipologia quotato in Italia, anche se la Sgr che gestisce il Fondo ha approvato un business plan che presuppone una liquidazione anticipata. Infatti la durata del Fondo Alpha è stata prorogata di ulteriori 15 anni nel 2009, rispetto alla scadenza originaria stabilita al 27 giugno 2015, prevedendo pertanto la scadenza entro il 27 giugno 2030 oltre tre anni di grazia, ferma restando la facoltà per la Società di porre in liquidazione anticipata il Fondo, quando ciò sia nell’interesse dei partecipanti.<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Fondo Alpha Relazione semestrale 30.06.2022

<sup>31</sup> <https://www.fondoalpha.it/>

## 3.2 Caratteristiche del fondo

Di seguito una scheda riassuntiva delle principali caratteristiche del Fondo Alpha ricavata dal sito ufficiale del Fondo Alpha:<sup>32</sup>

### CARATTERISTICHE DEL FONDO ALPHA

---

#### TIPOLOGIA

Fondo immobiliare chiuso ad apporto pubblico

---

#### DATA DI APPORTO

01-mar-01

---

#### PATRIMONIO INIZIALE

€ 259.687.500

---

#### NUMERO QUOTE

103.875

---

#### DESTINATARI

Risparmiatori retail e investitori qualificati

---

#### COLLOCAMENTO

Dal 12 al 28 giugno 2002

---

#### GLOBAL COORDINATOR

MCC

---

#### SPONSOR

Meliorbanca e Banca Finnat Euramerica

---

---

<sup>32</sup> [www.fondoalpha.it](http://www.fondoalpha.it)

**PREZZO COLLOCAMENTO**

€ 2.600

---

**BANCA DEPOSITARIA**

State Street Bank International GmbH Succursale Italia

---

**QUOTAZIONE**

Le quote sono negoziate sul segmento MIV di Borsa Italiana S.p.A.

---

**SPECIALIST**

Intermonte SIM SpA

---

**CODICE DI NEGOZIAZIONE**

QFAL

---

**CODICE ISIN**

IT0003049605

---

**IMPORTO DI LOTTO MINIMO**

Una quota

---

**SOCIETÀ DI GESTIONE**

Dea Capital Real Estate SGR

---

**ESPERTI INDIPENDENTI VALUTATORI**

RINA Prime Value Services S.p.A. – Business Unit AxiA.RE

---

**ASSET ALLOCATION OBIETTIVO**

Beni immobili e diritti reali immobiliari prevalentemente con destinazione di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale siti per almeno il 75% in Italia o nell'ambito dell'Unione Europea

---

**PROVENTI**

I proventi della gestione del Fondo vengono distribuiti in misura non inferiore all'80% degli stessi fatta salva diversa e motivata determinazione del CDA della SGR. I proventi realizzati e non

distribuiti in esercizi precedenti possono concorrere alla formazione dei proventi da distribuire negli esercizi successivi.

---

#### **COMMISSIONI DI GESTIONE**

Commissione fissa annuale pari a 1,6% del valore complessivo netto del fondo. Commissione di overperformance annuale secondo quanto stabilito dal regolamento del fondo al punto 9.1.1.2.

---

#### **RENDIMENTO MINIMO OBIETTIVO AL DISOPRA DEL QUALE È RICONOSCIUTA ALLA SGR LA COMMISSIONE VARIABILE FINALE**

Variazione (nell'anno antecedente l'integrale smobilizzo dell'attivo netto del fondo) dell'Indice di capitalizzazione lorda dei BTP rilevato dalla MTS S.p.A. maggiorato del 0,75%

---

#### **FISCALITÀ**

20% dei proventi e dei capital gain distribuiti

---

#### **DURATA**

La durata del Fondo Alpha è stata prorogata di ulteriori 15 anni, rispetto alla scadenza originaria stabilita al 27 giugno 2015, prevedendo pertanto la scadenza entro il 27 giugno 2030, ferma restando la facoltà per la Società di porre in liquidazione anticipata il Fondo, quando ciò sia nell'interesse dei partecipanti.

Nel dettaglio la dimensione del Fondo Alpha è fissata tra un minimo di Euro 150.000.000 (centocinquanta milioni) ed un massimo di Euro 500.000.000 (cinquecento milioni), (DeA Capital RE - Fondo Alpha - Regolamento di Gestione). Tale valore è determinato in sede di Apporto, tenendo conto della valutazione complessiva degli immobili conferiti (di seguito, "gli Immobili Conferiti") effettuata dagli Esperti Indipendenti di cui al successivo capitolo 5, nonché dell'Integrazione dell'Apporto. Non appena determinato, il valore effettivo del Fondo sarà tempestivamente comunicato alla Banca d'Italia, nonché reso pubblico mediante un supplemento che costituirà parte integrante del presente Regolamento.

La durata del Fondo è fissata, in quindici anni a decorrere dalla data di istituzione dello stesso. La Società di Gestione si riserva la facoltà, di esercitarsi all'approssimarsi della scadenza di cui al precedente punto, di prorogare la durata del Fondo per un periodo massimo di ulteriori quindici anni, ove, in relazione alla situazione del mercato, ciò fosse nell'interesse dei sottoscrittori e degli acquirenti, a qualsiasi titolo, delle Quote del Fondo (di seguito, "i Partecipanti"). L'eventuale esercizio di tale facoltà sarà preventivamente comunicato alla Banca d'Italia. La Società di Gestione, altresì, con delibera motivata del consiglio di amministrazione e con parere conforme del collegio sindacale, può, prima della scadenza del Fondo, deliberare una proroga non superiore a tre anni della durata del Fondo medesimo per il completamento dello smobilizzo degli investimenti in portafoglio (di seguito, "il Periodo di Grazia"). Dalla delibera deve risultare che:

- l'attività di smobilizzo del portafoglio è stata già avviata, con l'indicazione dell'ammontare disinvestito e/o rimborsato fino alla data della delibera;
- oggettive condizioni di mercato, indicate puntualmente e non riferite solo alla specifica situazione dei beni oggetto di investimento, rendono impossibile il completamento della vendita degli assets nei tempi previsti senza incorrere in gravi perdite che possono compromettere il rendimento finale del Fondo. La delibera contiene altresì il piano di smobilizzo degli investimenti dal quale risultano i tempi e le modalità dell'attività di vendita dei residui beni in portafoglio.

L'esercizio del Fondo si chiude il 31 dicembre di ogni anno. Il primo esercizio ha inizio alla data dell'Apporto e si chiude il 31 dicembre immediatamente successivo

Scopo del Fondo è di gestire professionalmente e valorizzare il Patrimonio del Fondo, al fine di accrescere il valore iniziale delle Quote e ripartire tra i Partecipanti il risultato netto derivante sia dalla gestione, sia dallo smobilizzo

degli investimenti. La Società di Gestione individua ed effettua per conto del Fondo gli investimenti che per natura e caratteristiche intrinseche si presentano idonei ad aumentare il valore del Patrimonio del Fondo stesso, valutando i rischi complessivi del portafoglio. Lo smobilizzo degli investimenti potrà realizzarsi, nell'interesse dei Partecipanti, anche anticipatamente rispetto alla durata del Fondo. Le quote, in ogni caso destinate ad essere negoziate nei mercati regolamentati, potranno anche essere oggetto di rimborsi parziali pro quota, secondo quanto previsto nel successivo paragrafo. Il Patrimonio del Fondo può essere investito esclusivamente in:

- (i) beni immobili e/o diritti reali di godimento, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori
- (ii) partecipazioni in società immobiliari
- (iii) strumenti finanziari

Successivamente all'Apporto, l'acquisto di beni immobili, diritti reali di godimento e ogni altro bene d'investimento consentito dal presente Regolamento, può aver luogo nei confronti di soggetti di qualsiasi tipo e natura. In particolare, nel rispetto della normativa di tempo in tempo vigente, ed in conformità al presente Regolamento, il Fondo potrà: acquistare beni e titoli di società finanziate da società del gruppo di appartenenza della Società di Gestione; negoziare beni con altri fondi gestiti dalla medesima Società di Gestione, fermo restando che, fatto salvo il rispetto della normativa di tempo in tempo vigente, la predetta negoziazione avvenga sulla base di un giudizio di congruità rilasciato dagli Esperti Indipendenti nominati dalla Società di Gestione, e sia stata disposta con il parere preventivo di un apposito comitato tecnico.

Per quanto riguarda le caratteristiche degli investimenti immobiliari il Patrimonio del Fondo può essere investito, nei limiti consentiti dalle

applicabili disposizioni di legge o regolamentari, in beni immobili di qualsiasi tipo o natura, prevalentemente in edifici con destinazione di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale, e/o in diritti reali di godimento su tale tipologia di beni immobili, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori. Qualora gli immobili siano costituiti da terreni ovvero da edifici che necessitino di interventi di risanamento, recupero, ristrutturazione o restauro:

- (i) prima di effettuare gli interventi previsti, dovrà essere ottenuta regolare autorizzazione, concessione edilizia o documento equipollente, secondo le applicabili disposizioni di legge o regolamentari;
- (ii) dovrà essere sottoscritto un contratto di appalto con primaria impresa di costruzioni avente ad oggetto l'edificazione del terreno, ovvero il risanamento, recupero, ristrutturazione o restauro dell'edificio, e l'impresa appaltatrice dovrà fornire idonee garanzie bancarie o assicurative a copertura delle spese che l'impresa stessa dovrà sostenere in esecuzione del contratto di appalto, dell'adempimento delle obbligazioni contrattuali assunte (ivi compresa la responsabilità civile verso terzi) e di ogni altra obbligazione che trovi origine direttamente nelle applicabili disposizioni di legge.

Gli investimenti saranno effettuati almeno per il 75% sul territorio della Repubblica Italiana. In ogni caso gli investimenti saranno effettuati esclusivamente nell'ambito dei paesi appartenenti all'Unione Europea.

Per quanto riguarda le caratteristiche degli investimenti in partecipazioni in società immobiliari, il Patrimonio del Fondo può

essere investito, nei limiti stabiliti dalle applicabili disposizioni di legge o regolamentari, in partecipazioni in società immobiliari che consentano al Fondo di esercitare, direttamente o indirettamente, il controllo o almeno una influenza notevole ai sensi dell'art. 2359 c.c., a condizione che almeno l'80% del patrimonio di tali società sia costituito da immobili e/o diritti reali di godimento su beni immobili aventi caratteristiche analoghe a quelle descritte al precedente paragrafo "caratteristiche degli investimenti immobiliari".

Nella gestione del Fondo, la Società di Gestione ha facoltà di concedere prestiti alle società immobiliari controllate che siano funzionali o complementari all'acquisto o alla detenzione da parte del Fondo di partecipazioni in società immobiliari aventi le caratteristiche sopra indicate nei limiti e con le modalità previste dalla normativa di tempo in tempo vigente. Tali prestiti saranno computati, unitamente al valore della partecipazione cui si riferiscono, nel calcolo dei limiti di esposizione del Fondo verso un unico emittente.

Inoltre salvo i diversi limiti eventualmente disposti dalle applicabili norme di legge e regolamentari, non più del 20% del Patrimonio del Fondo può essere investito in strumenti finanziari i quali, in ogni caso, devono rientrare nelle categorie ammesse dalla normativa di legge e regolamentare di volta in volta in vigore, nel rispetto dei limiti ivi previsti. Il Patrimonio del Fondo può essere investito in quote di altri organismi di investimento collettivo del risparmio promossi o gestiti dalla Società di Gestione o da altre società di gestione dello stesso gruppo bancario di appartenenza (di seguito "OICR collegati"). In tal caso:

- (i) sul Patrimonio del Fondo non verranno fatti gravare spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR collegati acquisite;
- (ii) la parte del Patrimonio del Fondo rappresentata da parti di OICR collegati non verrà considerata ai fini del computo del compenso spettante alla Società di Gestione.

Il Patrimonio del Fondo può essere detenuto in liquidità per esigenze di tesoreria. La liquidità può essere investita in strumenti finanziari di rapida e sicura liquidabilità.

I limiti di investimento e di indebitamento, possono essere transitoriamente superati nei casi previsti dalla normativa vigente. Si precisa che agli investimenti effettuati al 3 aprile 2015 (data di entrata in vigore del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato con provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015) continuano ad applicarsi i limiti prudenziali previsti dalla disciplina previgente. Nei casi di cui la Società di Gestione provvede, in un congruo lasso temporale, a riportare gli investimenti del Fondo nei limiti previsti, tenendo conto dell'interesse dei Partecipanti.

Nella gestione del Fondo la Società di Gestione ha la facoltà di assumere prestiti con le modalità e nei limiti massimi consentiti dalle applicabili disposizioni di legge e regolamentari, ferma restando la facoltà, in relazione a detti prestiti, di effettuare investimenti in strumenti finanziari derivati a soli fini di copertura. A seguito dell'adozione del suddetto Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato con provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (entrato in vigore il 3 aprile 2015), il Fondo può assumere prestiti, direttamente o tramite società controllate, purché la leva finanziaria del Fondo stesso,

tenuto conto anche dell'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati, non sia superiore a 2.

La Società di Gestione calcola la leva finanziaria secondo quanto previsto nel Capo 2, Sezione II del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013. Il livello massimo di leva finanziaria qui esposto è calcolato attraverso il metodo c.d. degli impegni. Una leva finanziaria pari a 2 determina un indebitamento pari al 100% (cento per cento) del Valore Complessivo Netto del Fondo. Si precisa che all'indebitamento in essere al 3 aprile 2015 (data di entrata in vigore del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato con provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015) continuano ad applicarsi i limiti prudenziali previsti dalla disciplina previgente.<sup>33</sup>

### **3.3 Performance del fondo e benchmarking**

In relazione alle performance del Fondo e all'andamento del valore della quota si riportano alcune informazioni sintetiche. Dalla data di apporto, ossia dal 1° marzo 2001, alla data della presente Relazione, il valore complessivo netto (NAV) del Fondo è diminuito passando da euro 259.687.500 a euro 137.417.585 (euro 160.650.618 al 31 dicembre 2020). Il valore unitario della quota è passato da euro 2.500,000, a euro 1.322,913 (euro 1.546,576 al 31 dicembre 2020) con un decremento del 47,08% (38,14% al 31 dicembre 2020); considerando le distribuzioni dei proventi effettuate sino alla data del 31 dicembre 2021, per un totale di euro 1.888,850 pro-quota, che hanno inciso per il 75,55% rispetto al valore iniziale della quota (euro 2.500,000) e considerata la distribuzione dei rimborsi parziali pro-quota effettuati per un totale di euro

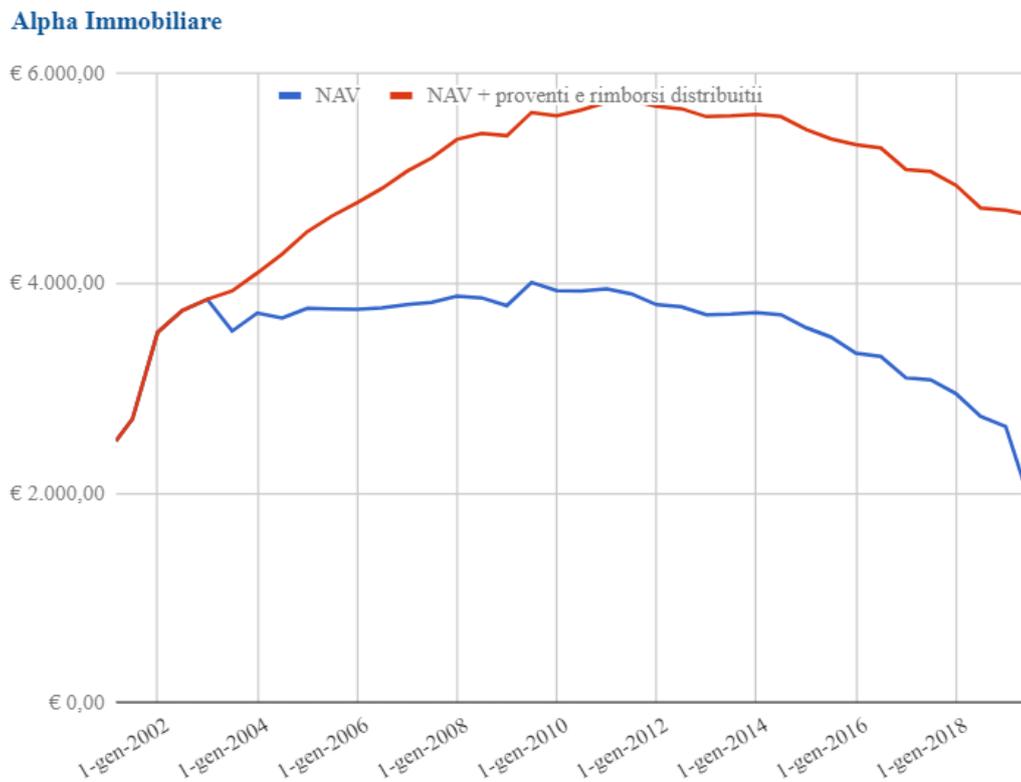
---

<sup>33</sup> DeA Capital RE - Fondo Alpha - Regolamento di Gestione - CdA del 24.10.2017

1.046,000 pro-quota, che hanno inciso per il 41,84%, l'incremento di valore realizzato è pari al 70,31% (75,58% al 31 dicembre 2020).

Il Tasso Interno di Rendimento, calcolato sulla base del valore iniziale del Fondo, dei flussi di cassa in uscita e del NAV al 31 dicembre 2021, risulta pari al 4,61% mentre lo stesso tasso di rendimento calcolato sul valore di collocamento della quota (euro 2.600,000) è pari al 4,85%.

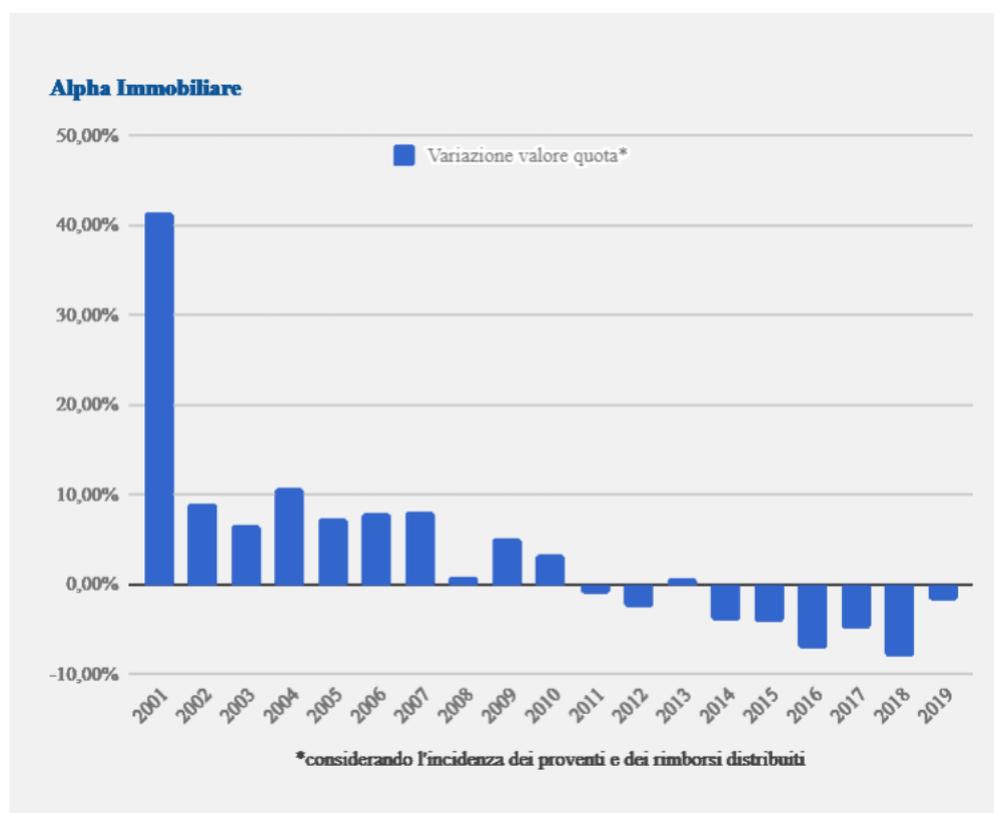
Di seguito il grafico per l'andamento del NAV e l'andamento del NAV + proventi e rimborsi<sup>34</sup>. Come si evince dal grafico il valore della quota è nettamente superiore al valore di collocamento:



(Fig.3.4: Fondiimmobiliarichiusi.it - Profilo Fondo Alpha, andamento Nav)

<sup>34</sup> Fondiimmobiliarichiusi.it

Il grafico seguente mostra la variazione della quota negli anni<sup>35</sup> e il calo del NAV è direttamente collegato al periodo di liquidazione degli asset in portafoglio e alle difficoltà economiche del Sistema Paese dal 2011



(Fig.3.5: Fondiimmobiliarichiusi.it - Profilo Fondo Alpha, Variazione valore quota)

Si evidenziano alcuni ratios elaborati sulla base dei dati della Relazione al 31 dicembre 2021 che esprimono, in modo sintetico ma significativo, la struttura patrimoniale del Fondo e l'andamento economico dello stesso per l'anno 2021.

INDICATORE	DESCRIZIONE	VALORE
ROE	Risultato dell'esercizio/NAV medio dell'esercizio	(9,18%)
ROA	Risultato gestione immobiliare/valore immobili (*)	(8,55%)
LEVERAGE	Finanziamenti/valore immobili	-
LIVELLO DI IMPIEGO ASSET IMMOBILIARI	Valore immobili/totale attività	76,11%

<sup>35</sup> Fondiimmobiliarichiusi.it

VALORE MEDIO BENI IMMOBILI (EURO)	Valore immobili/n.immobili	13,721 mln
--------------------------------------	----------------------------	------------

(\*) media aritmetica del valore degli immobili 31/12/2020 – 31/12/2021

(Fig.3.6: Fondo Alpha relazione di gestione al 31 dicembre 2021)

La performance negativa registrata dal Fondo nel 2021 (Fondo Alpha Relazione di gestione al 31.12.2021) risulta influenzata dalla persistente congiuntura economica del mercato immobiliare italiano.<sup>36</sup>

Anche la situazione del Real Estate europeo non appare particolarmente brillante a causa del forte rialzo dei tassi di interesse e del rallentamento economico degli ultimi mesi. In questo scenario i titoli quotati dopo aver scontato uno scenario drammatico, hanno registrato un recupero del 13% nell'ultimo trimestre.

Per avere un benchmarking della performance del fondo, la tabella sotto (Sole 24 Ore – 26 gennaio 2023) che riporta i rendimenti di tutti i Fondi Immobiliari quotati:

FONDI CHIUSI QUOTATI DATI AL 26/01/2023	PREZZO	NAV (1)	SCONTO (2)	CANONI/ VALORE IMMOB (3)	DIV 12M/ PREZZO (4)	CONTROV SETTIM EURO (5)	RENDIM ANNUO PREZZO (6)	RENDIM ANNUO NAV (7)	RENDIM 1 SETT (IN %)	RENDIM 2022 (IN %)	DATA SCADENZA MASSIMA
<b>Atlantic 1 (12/2023)</b>	157,00	360,000	-56,3	+23,2	+8,9	49929	+2,33	+4,67	-0,03	-3,34	12/2022
<b>Atlantic 2 (12/2018)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+7,34	—	—	12/2018
<b>Estense G.D. (12/2016)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+3,56	—	—	12/2016
<b>Europa Imm. 1 (12/2022)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	-2,53	—	—	12/2017
<b>FondoAlpha (12/2023)</b>	514,00	1166,000	-56,0	+16,0	—	6640	+2,73	+3,94	-0,91	-2,38	12/2033
<b>FondoBeta (12/2017)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+7,81	—	—	12/2017
<b>FondoDelta (12/2017)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	-0,92	—	—	12/2017
<b>Imm. dinamico (12/2023)</b>	20,00	25,000	-19,4	+62,7	—	17168	-2,47	-2,27	+4,77	+0,62	12/2023
<b>Immobiliium 2001 (12/2022)</b>	—	—	—	—	—	—	—	-0,02	—	—	12/2022
<b>Invest Real Sec. (12/2016)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	-7,63	—	—	12/2016
<b>Investietico (12/2018)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+3,59	—	—	12/2018
<b>Med. RE - A (12/2024)</b>	3,00	5,000	-42,1	+12,0	—	40038	-0,30	+2,03	+3,94	+5,51	12/2027
<b>Med. RE - B (12/2024)</b>	1,65	2,970	-44,6	+12,0	+2,7	78807	+0,22	+2,05	+1,92	+3,76	12/2027
<b>Obelisco (12/2018)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	-61,59	—	—	12/2018
<b>Opportunità Italia (12/2024)</b>	1054,00	2237,700	-52,9	+5,8	+1,9	63525	-5,78	+0,90	+2,03	+0,04	12/2024
<b>Polis (12/2020)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+0,63	—	—	12/2020
<b>Portfolio Imm. (12/2016)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	-1,40	—	—	12/2016
<b>RE Europa (12/2021)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+0,94	—	—	12/2022
<b>RE Italia (12/2022)</b>	—	—	—	—	—	—	—	-0,01	—	—	12/2022
<b>Risp. Imm.1 Energia (12/2024)</b>	3400,00	3411,000	-0,3	+17,7	—	3167	-5,33	-5,31	+9,68	—	12/2024
<b>Securfondo (12/2019)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+2,85	—	—	12/2019
<b>Socrate (12/2023)</b>	193,00	421,000	-54,1	+8,3	—	22637	-3,26	+0,66	-1,24	-1,89	12/2022
<b>Tecla (12/2017)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+8,75	—	—	12/2017
<b>Unicredito Imm.1 (12/2020)*</b>	—	—	—	—	—	—	—	+1,86	—	—	12/2020
<b>Valore Imm. glob. (12/2022)</b>	—	—	—	—	—	—	—	+0,50	—	—	12/2022

(1) ultimo Nav disponibile (30/06/2022), rettificato per eventuali dividendi e rimborsi distribuiti, (2) rapporto tra prezzo di mercato e Nav. (3) E' calcolato rapportando l'ultimo dato diffuso sui canoni annui e il valore degli immobili implicito nei prezzi di borsa. (4) calcolato rapportando il dividendo cumulato negli ultimi 12 mesi.

<sup>36</sup> Fondo Alpha Relazione di gestione al 31.12.2021

Eventuali distribuzioni di capitale non sono state computate, se debitamente comunicate e dettagliate. (5) controvalore settimanale scambiato nelle ultime cinque sedute di borsa. (6) Rendimento annuo da collocamento (prezzo): tasso annualizzato, tiene conto dei dividendi corrisposti considerando come valore di uscita l'ultimo prezzo di mercato. (7) rendimento annuo da collocamento (Nav): tasso annualizzato, tiene conto dei dividendi corrisposti considerando come valore di uscita l'ultimo Nav rettificato. \*fondi delistati

(Fig.3.7: Fondi chiusi Immobiliari - Sole 24 Ore)

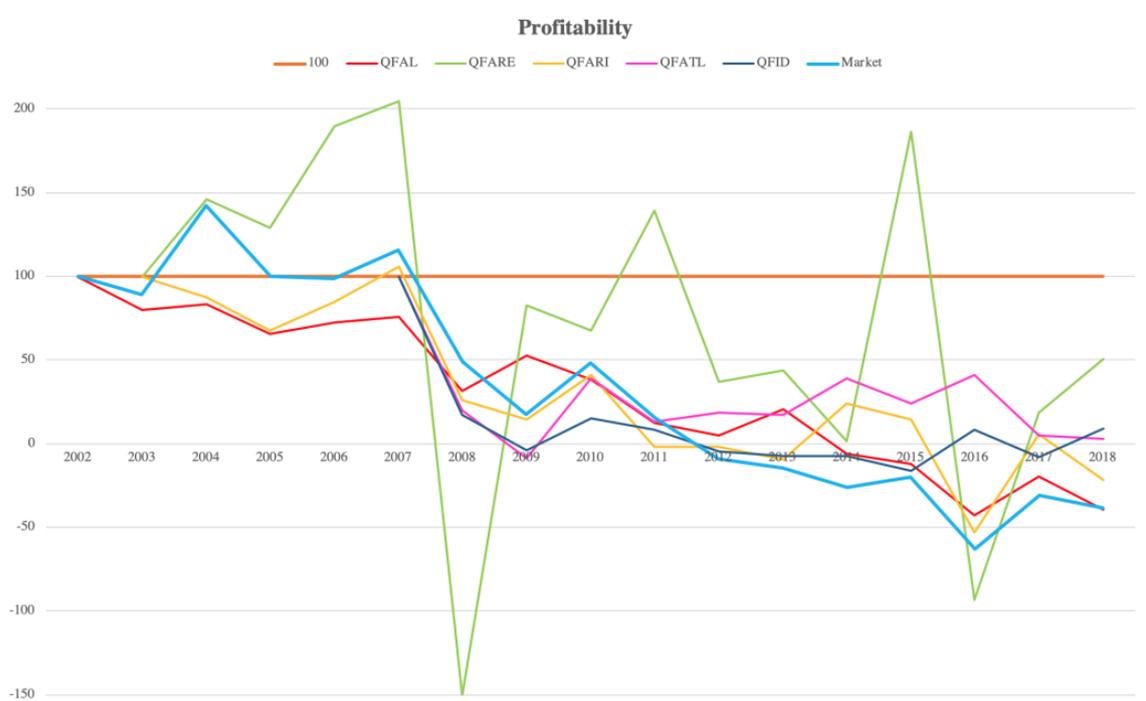
Se si prende come riferimento il “rendimento annuo Nav” il Fondo Alpha ha un rendimento del 3,94% e tra i fondi ancora quotati è secondo solo al Fondo Atlantic 1 (anch’esso gestito da Dea Capital RE Sgr) che arriva al 4,67% Prendendo come perimetro anche i fondi già liquidati il fondo Alpha è al quinto posto assoluto come rendimento annuo, alle spalle dei fondi Tecla (8,75% - liquidato nel dicembre 2017 – gestito da Prelios Sgr), Beta (7,81% - liquidato nel dicembre 2017 – gestito da Dea Capital RE Sgr), Atlantic 2 (7,34% - liquidato nel dicembre 2018 – gestito da Dea Capital RE Sgr) e, come detto, Atlantic 1 (4,67%).

Per meglio comprendere l’andamento della redditività dei Fondi quotati prendiamo un basket di cinque Fondi che hanno un orizzonte temporale paragonabile e fissiamo la data della nostra analisi al 2018, anno in cui erano ancora tutti negoziabili; avremo una fotografia del Nav come quella riportata nella tabella sotto:

<b>Name of the Fund</b>	<b>Exchange Code</b>	<b>Current NAV</b>
Fondo Immobiliare Alfa	QFAL	€ 273,879,646.00
Amundi RE Europa	QFARE	€ 129,554,193.00
Amundi RE Italia	QFARI	€ 115,531,211.00
Fondo ATLANTIC 1	QFATL	€ 248,581,453.00
Immobiliare Dinamico	QFID	€ 265,852,943.00

(Fig.3.8: Risk Assesment – Dea Capital)

Posizionando su un grafico la redditività per anno del singolo Fondo e il benchmark del mercato otterremo il grafico sotto:



(Fig.3.9: Risk Assesment – Dea Capital)

Possiamo notare come tutti gli strumenti investiti in Italia siano coerenti con l'andamento del mercato e come tutti seguano un andamento analogo calando l'indice di redditività con il passare del tempo. Questo è dovuto, oltre che da fattori macroeconomici esterni, anche da un percorso di valorizzazione e dismissione che porta inevitabilmente ad avere delle code di portafoglio inefficienti.

Analogamente il Fondo Alpha preso in esame ha un andamento allineato al mercato mostrando tratti di maggiore resilienza nel momento di crisi sistemica del paese Italia nel 2011.<sup>37</sup>

<sup>37</sup> Risk Assesment Dea Capital al 30.06.2020

### 3.4 Asset allocation del fondo e benchmarking

L'attuale asset allocation del fondo è il risultato di apporti e acquisizioni stratificatesi dal luglio 2002, anno di quotazione del fondo, in avanti. Il portafoglio in essere è riportato nella tabella sotto rappresentata estratta dalla Relazione di Stima allegata alla Relazione di gestione al 30 giugno 2022:<sup>38</sup>

Cod.	Prov.	Indirizzo	Destinazione principale	Superficie Lorda mq
11	RM	Via Capitan Bavastro 92	OFFICE	17.664
81	RM	Via Emilio Longoni 3	RETAIL	30.707
131	RM	Via del Giorgione 59/63	OFFICE	21.132
191	MB	Centro Colleoni / Palazzo Orione	OFFICE	22.813
201	MI	Centro direz. Milanofiori / Palazzo B5	OFFICE	9.577
251	BO	Viale Aldo Moro 44	OFFICE	25.709
71	RM	Via Emilio Longoni 95	OFFICE	24.883
281	RM	Vicolo Casal Lumbroso 77	OFFICE	57.390
13	RM	Viale Gustave Alexandre Eiffel,13/15Centro Direzionale Da Vinci	OFFICE	48.595
				<b>258.471</b>

(Fig.3.10: Fondo Alpha Estratto dalla Relazione di Stima allegata alla relazione di gestione al 30 giugno 2022)

Come è evidente dalle destinazioni d'uso riportate l'asset allocation del Fondo Alpha è attualmente molto concentrato sulla destinazione "uffici" in Italia, in coerenza con quella che era la strategia iniziale di investimento del fondo che riportiamo di seguito, ripresa dal sito ufficiale del Fondo Alpha:<sup>39</sup>

#### ASSET ALLOCATION OBIETTIVO

Beni immobili e diritti reali immobiliari prevalentemente con destinazione di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale siti per almeno il 75% in Italia o nell'ambito dell'Unione Europea

Un'analisi delle strategie attuali degli investitori evidenzia che l'attuale asset allocation del patrimonio gestito ha visto variare il peso dei vari comparti: in crescita il residenziale e la logistica, in contrazione gli uffici, più evidente la

<sup>38</sup> Relazione di Stima allegata alla Relazione di gestione semestrale al 30 giugno 2022

<sup>39</sup> [www.fondoalpha.it](http://www.fondoalpha.it) – sito ufficiale del Fondo Alpha

battuta d'arresto del commerciale poco resiliente a un contesto di mercato in rapido e incerto divenire. Le prospettive per il 2022 (Scenari Immobiliari), nonostante le difficoltà del periodo, sono di un cauto ottimismo, con incremento delle masse gestite e diversificazione dei portafogli rispetto alla composizione attuale<sup>40</sup>.

Secondo quanto indicato da Scenari Immobiliari il settore degli uffici e residenziale raggiungono rispettivamente il 63% e il 15% del patrimonio investito dai fondi immobiliari. Seguono il settore commerciale con il 14%, il settore logistico/industriale con il 7% e quello riguardante operazioni di sviluppo con l'1%<sup>41</sup>.

Ne consegue che il fondo Alpha risulta sbilanciato come strategia rispetto al mercato attuale ma è comunque coerente con le assunzioni iniziali e con la volontà liquidatoria del Fondo. Risulta non efficace il paragone dell'asset allocation con gli attuali fondi quotati poiché, come abbiamo avuto modo di evidenziare, sono tutti in fase liquidatoria e quindi non significativi come composizione del portafoglio.

---

<sup>40</sup> Scenari Immobiliari - I Fondi Immobiliari in Italia e all'Estero, Rapporto 2022 - 40esima edizione

<sup>41</sup> Scenari Immobiliari - I Fondi Immobiliari in Italia e all'Estero, Aggiornamento Rapporto 2021 – 39esima edizione

### 3.5 Movimentazione del portafoglio e strategia di valorizzazione e dismissione

Come riportato nella relazione semestrale al 30 giugno 2022 la strategia del fondo è liquidatoria provando a valorizzare al massimo il portafoglio ancora nella disponibilità del Fondo.

Negli anni è stata portata avanti una strategia di massima valorizzazione e successiva cessione di molti asset. Si riporta di seguito una tabella di tutte le cessioni effettuate dove si evidenzia che il risultato dell'investimento è positivo per oltre trecentotredici milioni di euro: <sup>42</sup>

Relazione semestrale al 30 giugno 2022

Fondo Alpha Immobiliare

PROSPETTO DEI CESPITI DISINVESTITI DAL FONDO (DALL'AVVIO OPERATIVO ALLA DATA DEL 30/06/2022)									
Cespiti disinvestiti	Superficie	Acquisto		Ultima valutazione	Realizzo		Proventi generati	Oneri sostenuti	Risultato dell'investimento
		Data	Costo Acquisto		Data	Ricavo di vendita			
<b>Anno 2001</b>									
Via Barberini 44 (Roma)	6.045	01/03/2001	7.808.828	8.676.476	29/11/2001	13.944.336	930.109	458.336	6.607.281
Viale Bruno Buozzi 46 (Roma)	5.147	01/03/2001	3.514.474	3.514.474	31/05/2001	10.329.138	4.624	46.604	6.772.685
<b>Anno 2002</b>									
Via Restelli 3 (Milano)	4.439	01/03/2001	2.520.310	3.615.199	12/04/2002	7.488.600	-	88.575	4.879.715
Via Vitruvio 43 (Milano)	13.189	01/03/2001	11.133.943	11.393.305	31/05/2001	12.630.000	1.711.876	774.349	2.433.584
Via di Villa Ricotti 42 (Roma)	5.353	01/03/2001	4.338.238	5.870.000	10/10/2002	7.000.000	1.280.446	201.311	3.740.897
<b>Anno 2003</b>									
Galleria 38-bis - Centergross Funo di Argelato (Bologna)	17.931	01/03/2001	6.372.903	5.280.700	22/12/2003	6.525.000	1.331.674	960.048	523.723
<b>Anno 2004</b>									
Via Lanciani, 11 (Roma)	3.759	01/03/2001	2.543.897	3.067.100	29/12/2004	7.500.000	1.446.793	109.012	6.293.884
Via Vitruvio, 43 (Milano)	142	01/03/2001	254.413	337.529	vend.frazionata	289.000	29.894	23.854	40.617
<b>Anno 2005</b>									
Via Gentile, 135 (Roma)	8.227	01/03/2001	7.981.461	7.980.824	30/03/2005	8.150.000	4.250	594.272	-331.493
Via Rasella, 41 (Roma)	1.031	01/03/2001	2.481.433	2.601.501	27/12/2005	2.739.000	708.890	171.534	794.023
Via Vitruvio, 43 (Milano)	83	01/03/2001	205.893	204.780	vend.frazionata	166.500	1.153.848	533.513	580.042
<b>Anno 2006</b>									
Via Oceano Pacifico 42/46 (Roma)	3.851	01/03/2001	4.719.490	4.607.956	23/06/2006	6.500.000	3.662.161	216.182	5.256.489
Via Cassanese - Palazzo Caravaggio (Segrate)	8.300	01/03/2001	11.259	8.224.328	28/03/2006	8.224.328	5.811.047	1.685.268	4.793.849
Via Cassanese - Palazzo Tintoretto (Segrate)	8.300	01/03/2001	1.280	9.275.672	28/03/2006	9.275.672	5.192.437	1.561.344	6.776.548
<b>Anno 2007</b>									
Nuova Fiera di Roma (Roma)	7.283	08/01/2007	19.174.420	19.175.000	29/07/2007	19.175.000	-	10.901	-10.321
<b>Anno 2010</b>									
Via Colombo 70 (Roma)	8.938	29/12/2008	23.970.433	25.500.000	11/02/2010	25.500.000	83.097	179.228	1.433.436
Via Vitruvio 43 - Residenziale (Milano)	43	01/03/2001	28.612	145.000	21/01/2010	145.000	26.061	18.317	124.132
<b>Anno 2011</b>									
Via Sforza - Palazzi Volta/Galilei (Basiglio)	14.225	01/03/2001	16.885.225	18.880.221	29/09/2011	18.000.000	26.519.227	6.953.029	20.880.974
<b>Anno 2015</b>									
Via Cavour 5 - Via Turati 38/40 (Roma)	14.225	01/03/2001	22.828.703	45.100.000	20/07/2015	45.100.000	47.673.921	4.516.989	65.428.229
<b>Anno 2018</b>									
Via Ippolito Nievo 25/38 - Via N. Parboni 6 (Roma)	11.804	01/03/2001	14.869.666	16.850.000	28/06/2018	17.000.000	30.416.684	4.518.873	28.027.845
<b>Anno 2019</b>									
Via Cristoforo Colombo 24 - Melzo	26.544	01/03/2001	9.633.723	8.200.000	30/01/2019	8.300.000	17.244.136	3.970.736	11.939.677
Via Capitan Bavastro 174 - Roma	9.818	01/03/2001	9.404.649	14.100.000	10/04/2019	14.100.000	25.602.004	5.680.842	24.626.513
Via Cristoforo Colombo 44 - Roma	32.051	01/03/2001	29.905.577	38.900.000	10/04/2019	38.900.000	74.061.349	14.074.559	68.981.213
Via Casilina 1/3 - Roma	12.223	01/03/2001	10.955.963	15.840.000	24/05/2019	17.200.000	31.034.922	4.451.586	32.827.373
<b>Anno 2021</b>									
Via di Tor Cervara 285/C	25.281	30/06/2003	30.061.910	11.920.000	12/10/2021	9.500.000	25.820.802	6.128.095	-869.204
Via Lamaro 41/51/61	11.687	01/03/2001	18.029.349	11.540.000	29/12/2021	11.080.000	31.953.487	17.708.958	7.297.180
Via Giovanni Crespi 12	8.681	01/03/2001	11.408.210	7.290.000	29/12/2021	7.120.000	18.464.733	10.611.758	3.564.785
			<b>270.954.564</b>	<b>308.069.865</b>		<b>331.881.574</b>	<b>352.188.462</b>	<b>86.226.074</b>	<b>313.215.464</b>

(Fig.3.11: Fondo Alpha relazione di gestione al 30 giugno 2022)

<sup>42</sup> Relazione di gestione semestrale al 30 giugno 2022

Il portafoglio attuale è riportato nella scheda sotto riportata e ricavata dalla relazione al 30 giugno 2022:

Relazione semestrale al 30 giugno 2022

Fondo Alpha Immobiliare

ELENCO DEI BENI IMMOBILIARI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO														
Residività dei beni locati														
N	Descrizione e ubicazione	Destinazione	Anno / epoca d'uso prevalente di costruzione	Superficie locabile (mq)	Superficie locata (mq)	%OCCUPANCY	Canone/ Indenn. al 30/06/2022	canoni di competenza in	Canone annuo medio (€ / mq)	Tipo contratto	Range scadenza contratto <sup>(1)</sup>	Tipologia conduttore	Valore storico <sup>(2)</sup>	Ipoteca <sup>(3)</sup>
<b>LAZIO</b>														
1	Intero immobile Roma via Capitan Bavotto, 52/54	Ufficio	1974	12.505	12.505	100,00%	1.776.707	888.353	142,08	Indennità di occupazione	Fino a 1 anno	Pubblica Amministrazione	14.437.827	-
2	Intero immobile Roma via Emilio Longoni, 92/125	Ufficio	1981	12.163	0	0,00%	0	-	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero (ex Pubbl. Amm.) e commerciale	2.965.532	-
3	Intero immobile Roma via Emilio Longoni, 3/7	Commerciale	1989	20.602	0	0,00%	0	-	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero	14.218.430	-
4	Intero immobile Roma via dei Giorgione, 59/63	Ufficio	1969	21.132	14.143	66,93%	2.680.516	1.313.977	199,53	Arbitr.	Da oltre 3 a 5 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	34.206.499	-
5	Intero immobile Roma Vicolo dei Casal Lumbroso, 77	Altre	1996	35.899	0	0,00%	0	-	n.a.	Libero	Immobile libero	Libero (ex Pubbl. Amm.)	76.090.300	-
<b>LOMBARDIA</b>														
6	Intero immobile Agrate Br. Colleoni - Ed. Orione, via Colleoni, 13/19	Ufficio	1966	14.817	3.001	20,25%	344.678	170.683	114,87	Arbitr.	Da oltre 3 a 5 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	15.623.026	-
7	Intero immobile Assago Milanofori - Strada 3, Fabricato 85	Ufficio	1991	6.575	4.133	62,86%	903.282	243.264	121,77	Arbitr.	Da oltre 3 a 5 anni	Imprese commerciali, industriali e finanziarie	7.162.357	-
<b>EMILIA ROMAGNA</b>														
8	Intero immobile Bologna "Fiera District" - viale A. Moro, 28/44/58/70	Ufficio	1984	19.073	14.820	77,70%	779.121	414.619	62,67	Arbitr.	Da oltre 5 a 7 anni	Pubblica Amministrazione	17.273.449	-
				<b>142.666</b>	<b>48.602</b>	<b>34,09%</b>	<b>6.084.904</b>	<b>3.088.887</b>	<b>126,19</b>				<b>181.896.420</b>	

(1) Per la predisposizione della colonna "Range scadenza contratto" sono state considerate le scadenze del primo periodo contrattuale.  
(2) Il valore storico comprende anche eventuali oneri e spese incrementalive patrimonializzate.  
(3) Gli importi di immissione al debito residue sui finanziamenti contrattati, allocato sui singoli immobili.  
(4) Ai canoni di competenza vanno aggiunti quelli futuri: ai locatori degli immobili di Via Lamarmora e Via Crespi per un totale di euro 64.010,00 in quanto ve

(Fig.3.12: Fondo Alpha relazione di gestione al 30 giugno 2022)

Coerentemente con la strategia attuale di valorizzazione e dismissione, in ottica liquidatoria, la gestione ordinaria del Fondo nel corso del primo semestre 2022 è stata caratterizzata dalle attività di seguito descritte.

Per quanto riguarda i contratti di locazione, nel corso del primo semestre 2022 è proseguita l'attività di messa a reddito degli spazi sfiti. Alla data del 30 giugno 2022 la superficie complessiva locabile lorda degli immobili in portafoglio è pari a 142.555 mq, dei quali risultano locati 48.602 mq, pari al 34,09% delle superfici locabili. Tale dato registra un aumento rispetto al dato al 31 dicembre 2021 pari a 41.290 mq a seguito: i) della sottoscrizione con la Regione Emilia-Romagna di un contratto di locazione di una porzione immobiliare dell'immobile sito in Bologna, via Aldo Moro 44 e ii) del rilascio di una porzione ad uso uffici dell'immobile sito in Agrate Brianza, viale Colleoni 17. Alla data del 30 giugno 2022, risultano vigenti venti posizioni locative (contratti di locazione ed indennità di occupazione), di cui sedici riferite a conduttori privati e quattro alla Pubblica Amministrazione. Con riferimento all'attività di regolarizzazione dei rapporti locativi con la Pubblica Amministrazione, si rammenta che, in data 8 maggio 2018, il Fondo ha inviato

una proposta locativa al conduttore pubblico dell'immobile sito in Roma, via Capitan Bavastro 92, avente validità fino al 30 giugno 2018. A seguito degli incontri effettuati con il conduttore durante il 2019 e 2020, nonché a seguito dei vari solleciti e delle azioni legali intraprese dal Fondo finalizzati ad una possibile sottoscrizione di un contratto di locazione, nel mese di ottobre 2020 l'Agenzia delle Entrate ha emesso il parere di congruità del canone di locazione. Nel corso del 2021, non essendo addivenuti alla sottoscrizione di un contratto di locazione nonostante sia stato emesso il parere di congruità e nonostante le diverse interlocuzioni con il conduttore pubblico ed i sopralluoghi effettuati presso l'immobile, la SGR, in assenza di concreti e tangibili progressi nella trattativa, ha avviato una nuova azione legale finalizzata al rilascio dell'immobile da parte del conduttore pubblico. A scioglimento dell'udienza tenutasi in data 4 aprile 2022, il Giudice ha ordinato al conduttore pubblico, tra l'altro, di rilasciare l'immobile. Stante la sentenza di rilascio, alla data di redazione della Relazione semestrale al 30 giugno 2022, si è in attesa di ricevere un riscontro da parte del conduttore pubblico in relazione alla eventuale volontà di voler riprendere le trattative finalizzate alla regolarizzazione del contratto di locazione. Si segnala, inoltre, che in data 28 giugno 2022 il Fondo ha ricevuto una proposta locativa avente ad oggetto una porzione immobiliare ad uso uffici di circa 246 mq sita presso l'immobile di Roma, via del Giorgione 59/63. Sono attualmente in corso le trattative finalizzate alla sottoscrizione del relativo contratto di locazione.

Con riferimento all'attività di messa a reddito propedeutica alla dismissione, si segnala che in data 31 gennaio 2022 il Fondo ha partecipato ad un nuovo avviso pubblico di ricerca di un immobile da adibire a sede dell'istituendo Polo Formativo della Polizia di Stato pubblicato dalla Prefettura di Roma, proponendo l'immobile sito in Roma, vicolo del Casal Lumbroso 77. In data 24 maggio 2022 l'Agenzia del Demanio ha emesso il parere di congruità del

canone di locazione. Alla data di redazione della presente Relazione semestrale, sono attualmente in corso le interlocuzioni con la Prefettura di Roma. L'importo dei canoni e delle indennità di occupazione di competenza del primo semestre 2022 ammonta a euro 3.094.907, il cui 1.302.973 è riconducibile alla Pubblica Amministrazione. Il sopra citato dato risulta in diminuzione rispetto al valore del primo semestre 2021, pari a euro 4.115.282. Il valore contrattuale annuo alla data del 30 giugno 2022 ammonta ad euro 6.084.304, il cui 42,01% è riconducibile alla Pubblica Amministrazione. Il sopra citato dato presenta una diminuzione dello 0,36% rispetto al dato del 31 dicembre 2021, pari a euro 6.106.272.

Gli immobili di proprietà del Fondo al 30 giugno 2022 come detto sono 8, oltre alla partecipazione nella Da Vinci S.r.l. con riferimento agli immobili del Fondo, prosegue l'attività di commercializzazione promossa dalla SGR, anche per il tramite di operatori commerciali, volta alla dismissione degli asset di portafoglio. In particolare, con riferimento all'attività di messa a reddito propedeutica alla dismissione, si segnala che (i) in data 22 febbraio 2022 è stato affidato ad un operatore internazionale l'incarico di messa a reddito delle porzioni vacant dell'immobile sito in Roma, via del Giorgione 59/63; (ii) in data 21 giugno 2022 è stato rinnovato a un operatore nazionale l'incarico di messa a reddito delle porzioni vacant dell'immobile sito in Assago, Milanofiori, Strada 3, Palazzo B5. Con riferimento all'attività di commercializzazione ai fini della dismissione, si segnala che: - in data 25 maggio 2022 è stata avviata, per il tramite di un operatore nazionale, una procedura competitiva di vendita avente ad oggetto la dismissione in blocco degli immobili siti in Roma, via Bavastro 92, via Longoni 93/125, Bologna, via Aldo Moro 44 ed Assago, Milanofiori, Strada 3, Palazzo B5. La procedura di vendita ha previsto il coinvolgimento di 18 potenziali investitori internazionali, previamente condivisi con la SGR, e si è conclusa in data 5 luglio 2022 senza

tuttavia riscontri positivi da parte del mercato a causa dell'attuale congiuntura macroeconomica che ha spinto due potenziali investitori a non procedere con la presentazione delle offerte di acquisto; - in data 30 maggio 2022 è stato rinnovato a un operatore locale l'incarico di promuovere la vendita dell'immobile sito in Agrate Brianza, viale Colleoni 17.<sup>43</sup>

### 3.6 Conclusioni

Nella tabella di seguito è riportato il valore unitario della singola quota del fondo analizzato nella tesi<sup>44</sup>

Esercizio di riferimento	Valore complessivo netto del Fondo (euro)	Numero quote	Valore unitario delle quote (euro)
Valore iniziale del Fondo	259.687.500	103.875	2.500,000
Rendiconto al 31/12/2001	367.024.425	103.875	3.533,328
Rendiconto al 31/12/2002	399.777.640	103.875	3.848,642
Rendiconto al 31/12/2003	386.257.019	103.875	3.718,479
Rendiconto al 31/12/2004	390.973.891	103.875	3.763,888
Rendiconto al 31/12/2005	390.009.648	103.875	3.754,606
Rendiconto al 31/12/2006	394.773.621	103.875	3.800,468
Rendiconto al 31/12/2007	402.859.079	103.875	3.878,306
Rendiconto al 31/12/2008	393.513.054	103.875	3.788,333
Rendiconto al 31/12/2009	408.404.887	103.875	3.931,696
Rendiconto al 31/12/2010	410.290.822	103.875	3.949,851
Rendiconto al 31/12/2011	394.550.636	103.875	3.798,321
Rendiconto al 31/12/2012	384.442.764	103.875	3.701,013
Rendiconto al 31/12/2013	386.784.050	103.875	3.723,553
Rendiconto al 31/12/2014	371.760.134	103.875	3.578,918
Relazione di gestione al 31/12/2015	346.542.613	103.875	3.336,150
Relazione di gestione al 31/12/2016	321.994.233	103.875	3.099,824
Relazione di gestione al 31/12/2017	306.518.814	103.875	2.950,843
Relazione di gestione al 31/12/2018	273.879.646	103.875	2.636,627
Relazione di gestione al 31/12/2019	193.873.627	103.875	1.866,413
Relazione di gestione al 31/12/2020	160.650.618	103.875	1.546,576
Relazione di gestione al 31/12/2021	137.417.585	103.875	1.322,913
Relazione semestrale al 30/06/2022	121.124.605	103.875	1.166,061

(Fig.3.13: Fondo Alpha relazione di gestione al 30 giugno 2022)

<sup>43</sup> Fondo-Alpha-Relazione-semestrale-30.06.2022

<sup>44</sup> Fondo-Alpha-Relazione-semestrale-30.06.2022

Nella tabella successiva invece ricaviamo il totale flussi netti distribuiti dal Fondo Alpha:<sup>45</sup>

<b>Data</b>	<b>Flusso (euro/quota)</b>	<b>Descrizione</b>
01/03/2001	(2.500,00)	Sottoscrizione quote
06/03/2003	382,00	Distribuzione provento lordo
11/03/2004	228,00	Distribuzione provento lordo
16/09/2004	120,50	Distribuzione provento lordo
24/03/2005	154,20	Distribuzione provento lordo
29/09/2005	131,90	Distribuzione provento lordo
23/03/2006	120,70	Distribuzione provento lordo
14/09/2006	131,49	Distribuzione provento lordo
22/03/2007	109,96	Distribuzione provento lordo
27/09/2007	116,15	Distribuzione provento lordo
13/03/2008	71,25	Distribuzione provento lordo
18/09/2008	54,20	Distribuzione provento lordo
17/09/2009	47,80	Distribuzione provento lordo
18/03/2010	57,00	Distribuzione provento lordo
16/09/2010	52,50	Distribuzione provento lordo
24/03/2011	66,20	Distribuzione provento lordo
22/09/2011	45,00	Distribuzione provento lordo
05/08/2015	97,00	Rimborsi parziali pro-quota
01/08/2018	75,00	Rimborsi parziali pro-quota
25/02/2019	106,00	Rimborsi parziali pro-quota
06/05/2019	510,00	Rimborsi parziali pro-quota
05/06/2019	69,00	Rimborsi parziali pro-quota
30/12/2020	97,00	Rimborsi parziali pro-quota
27/10/2021	92,00	Rimborsi parziali pro-quota
12/01/2022	121,00	Rimborsi parziali pro-quota
<b>Totale flussi netti</b>	<b>555,85</b>	

(Fig.3.14: Fondo Alpha relazione di gestione al 30 giugno 2022)

Unendo le informazioni di queste due tabelle ricaviamo che il valore oggi della singola quota è poco sopra 1.166 euro e il fondo ad oggi ha già distribuito ai

<sup>45</sup> Fondo-Alpha-Relazione-semestrale-30.06.2022

quotisti poco più di 3.055 euro. La somma di questi due dati è di 4.221 euro che rappresenta risultato conseguito da chi ha investito inizialmente 2.500 euro. Tale performance è superiore alla media offerta da altri investimenti ma questo evidentemente non è sufficiente per far sì che si sviluppi un mercato dei fondi immobiliari quotati. La spiegazione è da ricercare nel fatto che sicuramente non tutti hanno avuto delle buone performance e, soprattutto, nel fatto che la mancanza di liquidabilità dell'investimento causata dai pochi scambi e dalle esigue dimensioni dei fondi genera preoccupazione nell'investitore che non apprezza questo tipo di strumento. È probabile che strumenti più snelli e flessibili, e potenzialmente senza scadenza, possano risultare più accattivanti verso la dinamicità del mercato finanziario attuale.

## CONCLUSIONI

L'analisi presentata conferma la validità dello strumento Fondo Immobiliare come opportunità di investimento collettivo in ambito real estate che favorisce la finanziarizzazione di un settore ancora troppo concentrato sull'acquisto diretto. La seconda conferma che si ricava da questa analisi è la robustezza dei presidi di controllo delle Sgr che consentono una vigilanza costante sull'operato di chi investe soldi di terzi. Proprio questi presidi, molto efficaci dal punto di vista concettuale rischiano a volte di far perdere competitività alle Società di Gestione Risparmio per un eccesso di burocratizzazione. È probabile che debba essere ancora trovato un equilibrio tra efficacia, efficienza e sicurezza. Un aspetto certamente che risalta in questo percorso è il sostanziale fallimento del Fondo Immobiliare quotato. Uno strumento nato con tutti i presupposti giusti per agevolare l'investimento dei singoli nella finanza immobiliare si è rivelato molto poco efficace. Un motivo sicuramente è da ricercare nella scadenza prefissata che impedisce una visione di lungo termine dell'investimento e una condizione di vendita forzata in un dato momento che potrebbe corrispondere ad un momento di crisi del mercato con notevoli perdite. Il secondo motivo è una derivata del primo e cioè il poco interesse nello strumento causato dalla scadenza prefissata che comporta anche una scarsissima liquidità sul titolo con conseguente difficoltà di liquidare il proprio investimento sul mercato in tempi ragionevoli e a valori interessanti.

Probabilmente servirebbe anche in Italia, come già sono presenti in alcuni paesi europei, l'introduzione di altre tipologie di strumenti quotati con regole più flessibili e più adattabili ai moderni mercati dei capitali.

Il secondo risultato è che una continua stratificazione di regole rischia anche in questo settore di far perdere competitività sia agli strumenti che agli operatori del settore.

## **BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA**

Banca d'Italia (2007) - Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari:

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20071029/index.html?dotcache=refresh>

Caputi M. (2006), “La gestione del fondo immobiliare Rischio, diversificazione e pianificazione”, a cura di Claudio Giannotti,

Dea Capital (2002), FONDO ALPHA: <https://www.fondoalpha.it/>

Dea Capital (2021), Fondo Alpha relazione di gestione al 31 dicembre 2021

Dea Capital (2022), Fondo Alpha Relazione semestrale 30.06.2022

Dea Capital (2022), Fondo Alpha Relazione semestrale 30.06.2022

Dea Capital (2022), Scenari Immobiliari “I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA E ALL'ESTERO AGGIORNAMENTO RAPPORTO 2022” fonte Dea Capital

DeA Capital RE (2017) - Fondo Alpha - Regolamento di Gestione - CdA del 24.10.2017

DeA Capital RE (2017) - Fondo Alpha - Regolamento di Gestione - CdA del 24.10.2017

Fondi Immobiliari Chiusi (2022), <https://www.fondiimmobiliarichiusi.it/sito/>

Gazzetta Ufficiale (1994), LEGGE 25 gennaio 1994, n. 86: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1994/02/05/094G0087/sg>

Gazzetta Ufficiale (2001), TESTO COORDINATO DEL DECRETO-LEGGE 25 settembre 2001, n. 351: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2001/11/24/01A12765/sg>

Giannotti C., Mattarocci G. (2011), «I fondi immobiliari: disciplina, caratteristiche, indebitamento e profili di rendimento e rischio»,

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

Mattarocci G., Moro F., Moro & Partners (2015), “L'esperienza dei fondi immobiliari in Italia: mercato, vigilanza e normative” Giuseppe Gibilaro, Banca d'Italia, Università di Roma Tor Vergata

Quaranta A. G. (2012), “Fondi immobiliari e commissioni di gestione exGAV o NAV. Effetti sulla performance” Dipartimento di Economia e Diritto, Università di Macerata, Dipartimento di Matematica, Università di Bologna

Scenari Immobiliari (2021) - I Fondi Immobiliari in Italia e all'Estero, Aggiornamento Rapporto 2021 – 39esima edizione

Scenari Immobiliari (2022) - I Fondi Immobiliari in Italia e all'Estero, Rapporto 2022 - 40esima edizione

Tamburini G. (2015), “Idea Fimit sgr: Introduzione ai Fondi Immobiliari”

www.borsaitaliana.it. (2022), Cosa sono i Fondi Immobiliari? - Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondiimmobiliari.htm>

www.consob.it. (2022), I fondi comuni: <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

www.quellocheconta.gov.it. (2022), Fondi comuni - Quello che conta: <https://www.quellocheconta.gov.it/strumenti/bancari-finanziari/fondi-comuni>

Zucchelli L. (2015), “L'attività di controllo della Banca d'Italia sulle Società di Gestione del Risparmio” Audizione del Titolare della Divisione SGR del Servizio Supervisione sugli Intermediari Finanziari della Banca d'Italia