

*Copia riservata al Convegno
AIAF-BENI STABILI
Roma, 8 novembre 2006*

**Fondi
immobiliari,
REITs e SIIC:
evoluzioni
parallele**

Questo quaderno è stato sponsorizzato da



130

Quaderno Aiaf n. 130

Supplemento alla Rivista Aiaf n. 61
(Dicembre 2006/Gennaio 2007)

Fondi immobiliari, REITs e SIIC: evoluzioni parallele

(Real Estate Investment Trusts e
Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées)

Rapporto della Commissione

"Analisi fondamentale"

Consigliere referente

Teodoro Loverdos

Gruppo di lavoro Aiaf:

Promotori

Andrea Nattino (Socio AIAF, Consigliere Referente dei rapporti con soci e sviluppo attività Roma e Centro Sud) Banca Finnat Euramerica - Responsabile Private Banking, Roma
Maria Isabella Mastrofini **Cordinatore del Gruppo di Lavoro** (Socio AIAF, Consigliere Referente dei rapporti con soci e sviluppo attività Roma e Centro Sud) Poste Italiane S.p.A. - Divisione BancoPosta, Responsabile Equity Capital Markets, Roma

Silvia Di Rosa (Socio AIAF) Beni Stabili S.p.A. - Responsabile Investor Relations, Roma

Partecipanti

Mirko Annibaldi *Avvocato tributarista Comitato Iniziative Normative di Assoimmobiliare, Partner Studio Legale Delli Santi & Partners - Tax Department, Roma*

Daniele Castelnuovo (Socio AIAF) *Economista, Milano*

Massimo Di Gregorio *Beni Stabili Gestioni S.p.A. SGR - Responsabile Controllo di Gestione, Roma*
Massimo Diotallevi (Socio Aiaf) *Banca Finnat Euramerica - Area Advisory, Roma*

Dominique Giannelli (Socio Aiaf) *Investire Immobiliare SGR S.p.A. - Responsabile Analisi Finanziarie e Risk Management, Roma*

Alessandra Giordano (Socio Aiaf) *Beni Stabili S.p.A. - Investor Relations, Roma*

Edoardo Longa *Direttore Assoimmobiliare, Roma*
Angela Monti (Socio Aiaf) *Avvocato tributarista - Studio Tributario Monti, Milano*

Alfonso Natale (Socio Aiaf) *Financial Analyst Ambrosetti Stern Stewart Italia, Milano*

Celeste Soldo *Poste Italiane S.p.A. Divisione BancoPosta, Equity Capital Markets, Roma*

Bianca Laura Volterra (Socio Aiaf) *Già Funzionario Consob - Analista Finanziario, Roma*

Quaderni Aiaf

Note informative e tecniche dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Direttore Responsabile

Enrico Colombi

Coordinatore editoriale

Franco Biscaretti di Ruffia

Responsabile Commissione tecnica redazione Aiaf

Francesco Cattaneo

Progetto Grafico

Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione e stampa

Quadrifoglio, Milano

Editore

AIAF Formazione e Cultura Srl
Unipersonale

Reg. Trib. Mi n. 141 - 12/3/1994
© Copyright 2006 AIAF Formazione e Cultura s.r.l.
Unipersonale

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Costituita nel 1971

Consiglio Direttivo

Presidente: Giampaolo Trasi
Vice Presidente: Gianni Ferrari
Consiglieri: Teodoro Loverdos (tesoriere), Giovanni Camera, Guido Cisternino, Dario Colombo, Luca D'Onofrio, Gregorio De Felice, Anna Lambiase, Maria Isabella Mastrofini, Andrea Nattino, Giorgio Zancan

Collegio dei Revisori

Presidente: Sergio Lamonica;
Paolo Citoni, Marco Fabruzzo (effettivi);
Marcello Priori, Bianca Laura Volterra (supplenti)

Collegio dei Proibiviri

Presidente: Luigi Piona;
Francesco Cattaneo, Angela Monti (effettivi);
Carlo Bugolotti, Daniela Carosio (supplenti)

Soci Sostenitori: Alleanza Assicurazioni, Astaldi, Banca Aletti, Banca Finnat Euramerica, Banca IMI, Banca Intesa, Banca Lombarda e Piemontese, Banca Popolare Italiana, Beni Stabili, Borsa Italiana, BPU - Banche Popolari Unite, Capitalia - Gruppo Bancario, Enel, Eni, Fondiaria SAI, Italcementi, Mariella Burani Fashion Group, Pirelli, Sabaf, Telecom Italia, UniCredit

aiaf

Sede e Segreteria

Segretario Generale: Franco Biscaretti di Ruffia
Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani, Monica Berto, Sabrina Napoli
Via Dante, 9 - 20123 Milano
Tel. +39 0272023500 r.a. - Fax +39 0272023652
sito Internet: www.aiaf.it - e-mail: info@aiaf.it

Sezione Romana

Responsabili: Maria Isabella Mastrofini, Andrea Nattino
Segreteria: Paola Lavagetti
Banca Finnat Euramerica - Palazzo Altieri
Piazza del Gesù, 49 - 00186 Roma
Tel. +39 0669933317 - Fax +39 066784950

AIAF Formazione e Cultura Srl Unipersonale

Presidente: Guido Cisternino
Vice Presidente: Giampaolo Trasi
Consiglieri: Franco Biscaretti di Ruffia, Silvio Ceretti (amministratore delegato), Luca Francesco Franceschi, Andrea Gasperini, Teodoro Loverdos, Gerardo Pecoriello

Organismi internazionali

EFFAS

**European Federation
of Financial Analysts Societies**
Secretariat: Claudia Stinnes
Einsteinstrasse 5 Postfach 10.10.30
D - 63303 Dreieich - Frankfurt
Tel. 0049 6103 583348
Fax 0049 6103 583335
sito Internet: www.effas.com
e-mail: claudia.stinnes@effas.com



ACIIA®

**Association of Certified
International Investment Analysts**
Company Secretary: Alice Gradon
Feldstrasse 80 Buelach CH
8180 Switzerland
Tel. 0041 1 8723543
Fax 0041 1 8723532
sito Internet: www.aciia.org
e-mail: gradon@azekcfpi.ch



INTRODUZIONE GENERALE

PARTE PRIMA**IL MERCATO IMMOBILIARE: SCENARIO MACROECONOMICO**

1.1. Introduzione	5
1.2. Il mercato immobiliare: andamenti e prospettive	6
1.2.1. DESTINAZIONE D'USO RESIDENZIALE	7
1.2.2. DESTINAZIONE D'USO UFFICI	8
1.2.3. DESTINAZIONE D'USO COMMERCIALE	9
1.2.4. DESTINAZIONE D'USO INDUSTRIALE	9
1.3. Rischi ed opportunità	9
1.4. Le Strategie	10

PARTE SECONDA**I FONDI IMMOBILIARI**

2.1. Introduzione	12
2.2. Caratteristiche dei Fondi Immobiliari	12
2.3. Aspetti normativi	13
2.4. Il mercato italiano dei Fondi Immobiliari	15
2.5. Classificazione dei Fondi Immobiliari	17
2.5.1. FONDI IMMOBILIARI RETAIL E RISERVATI AD INVESTITORI ISTITUZIONALI	18
2.5.2. I FONDI IMMOBILIARI A RACCOLTA	20
2.5.3. I FONDI IMMOBILIARI AD APPORTO	21
2.5.4. FONDI A RACCOLTA E FONDI AD APPORTO A CONFRONTO: SCENARIO MACROECONOMICO	22
2.5.5. I FONDI IMMOBILIARI SPECULATIVI	24
2.6. Panorama del settore: Tavole esemplificative	27

PARTE TERZA**REITs e SIIC**

3.1. Introduzione: adozione di un regime fiscale trasparente per le società immobiliari quotate	32
3.2. I casi	
3.2.1. NASCITA DEI REITs NEGLI USA	32
3.2.1.1. <i>Normativa dei REITs USA</i>	33
3.2.1.2. <i>Trattamento fiscale dei REITs USA</i>	33
3.2.1.3. <i>Evoluzione del mercato dei REITs USA</i>	33
3.2.2. NASCITA DELLE SIIC IN FRANCIA	34



3.2.2.1. <i>Normativa delle SIIC in Francia</i>	34
3.2.2.2. <i>Trattamento fiscale delle SIIC in Francia</i>	34
3.2.2.3. <i>Evoluzione del mercato delle SIIC in Francia</i>	34
3.3. Prossime introduzioni dei REITs/SIIC in Europa	35
3.3.1. GRAN BRETAGNA	35
3.3.2. GERMANIA	35
3.4. Motivazioni a sostegno dell'introduzione del regime dei REITs/SIIC in Italia	35
<hr/>	
PARTE QUARTA	
IL REGIME FISCALE DEI FONDI IMMOBILIARI	
4.1. Evoluzione storica della disciplina fiscale dei Fondi Immobiliari	38
4.2. Il regime vigente agli effetti delle imposte sul reddito	38
4.2.1. LA NON IMPONIBILITÀ AI FINI DELL' IRES E DELL'IRAP DEL FONDO IMMOBILIARE	38
4.2.2. IL REGIME FISCALE DEI PARTECIPANTI: SOGGETTI PRIVATI, IMPRESE E NON RESIDENTI	39
4.3. Il regime vigente agli effetti dell'imposta sul valore aggiunto	40
4.3.1. IL REGIME DEL FONDO AI FINI IVA	40
4.3.2. LA DISCIPLINA DEI RIMBORSI	41
4.3.3. LA DISCIPLINA DELLE COMPENSAZIONI	41
4.4. Il regime degli Apporti	41
4.4.1. PRINCIPI GENERALI IN MATERIA DI IMPOSIZIONE INDIRECTA	41
4.4.2. IL REGIME IVA APPLICABILE ALL'APPORTO DI UNA PLURALITÀ DI IMMOBILI LOCATI	43
4.4.3. REGIME DEI FONDI IMMOBILIARI ISTITUITI AI SENSI DELL'ART. 14-BIS DELLA L. 25 GENNAIO 1994, N. 86	43
4.5. Sui recenti chiarimenti dell'Agenzia delle Entrate in tema di Fondi Comuni di Investimento Immobiliare	44
4.5.1. NUOVA DISCIPLINA DEGLI APPORTI AI FINI DELL'IVA	44
4.5.2. APPLICAZIONE DELLA RITENUTA SUI PROVENTI DI QUOTE IMMESSE IN UN SISTEMA DI DEPOSITO ACCENTRATO	45
4.6. La disposizione antielusiva	46
4.7. L'evoluzione delle strutture fiscali REIT e SIIC: analogie e differenze con i fondi di diritto italiano	47
4.7.1. IL MODELLO REIT NEGLI U.S.A.: EFFICIENZA FISCALE E FINANZIARIA	47
4.7.2. LA TRASPARENZA FISCALE DEL REGIME SIIC IN FRANCIA	48
4.7.3. SULL'INTRODUZIONE DELLA SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE QUOTATA (SIIQ) IN ITALIA	48

Parte prima Il mercato immobiliare: scenario macroeconomico

INTRODUZIONE GENERALE

di Maria Isabella Mastrofini

I Fondi Comuni di Investimento Immobiliari hanno suscitato e continuano a suscitare un notevole interesse nel pubblico italiano, come si evince dall'incremento di raccolta che aumenta anno dopo anno, sia in termini di volumi assoluti che in termini di numero delle SGR preposte alla gestione degli strumenti specifici. L'evoluzione storica che ha registrato il prodotto finanziario analizzato si è materializzata, in questo ultimo quinquennio, in una flessibilità normativa che riesce a differenziare i Fondi Immobiliari sia per tipologia di raccolta, ovvero se indirizzata al pubblico *retail* oppure agli Investitori Istituzionali, che per modalità di acquisizione degli immobili da parte del Fondo, ovvero "acquisti" che possono articolarsi da un conferimento in blocco da parte di un ente apportante (pubblico o privato) alla ricerca libera del singolo cespite sul mercato da parte del gestore delegato. Parallelamente a tale linea di sviluppo in altri paesi (USA, Olanda, Belgio, Hong Kong, Giappone, etc.) il ventaglio dei prodotti a contenuto immobiliare si è orientato anche verso lo sviluppo di società quotate a contenuto esclusivamente immobiliare maggiormente conosciute con il nome di REITs e SIIC. Lo strumento ancora non è stato offerto nel nostro Paese ma riteniamo che un immediato futuro di globalizzazione non possa ignorare l'esistenza di tale interesse anche sul nostro mercato e pertanto cercheremo di approfondirne le opportunità. In tale contesto, il nostro Gruppo di Lavoro ha svolto la ricerca allegata con

Fondi
immobiliari,
REITs e SIIC:
evoluzioni
parallele

l'obiettivo di:

- inquadrare il settore dei Fondi Immobiliari in Italia, con evidenziazione delle caratteristiche normative dei singoli prodotti offerti alla clientela di risparmiatori (*retail* ed istituzionali) con riferimento al contesto competitivo;
- analizzare i rischi e le opportunità degli strumenti e del segmento merceologico in questione (riferimento alla prassi valutativa utilizzata per il settore, differenza tra NAV e quotazione di mercato);
- esaminare l'evoluzione dello strumento di investimento nei REITs e nelle SIIC, con evidenza delle diverse velocità di sviluppo esistenti tra gli Stati Uniti e l'Europa.
- realizzare un confronto tra Fondi immobiliari Italiani e REITs e SIIC, analizzandone le opportunità, anche attraverso un confronto con le diverse esperienze a livello internazionale.

PARTE PRIMA IL MERCATO IMMOBILIARE: SCENARIO MACROECONOMICO

I.1. Introduzione

di Dominique Giannelli

L'economia mondiale sta attraversando una fase di crescita che è partita nel

2004 ed il PIL mondiale, così come pubblicato recentemente dall'Economist, ha fatto registrare, nel corso del 2005, un tasso di crescita del 4,6%. Se concentriamo l'analisi sulle aree mondiali scopriamo che la maggiore crescita si è verificata nei paesi sudamericani e dell'Asia ma un contributo sostanzioso è stato apportato anche dagli Stati Uniti con una crescita del PIL pari al 3,6% contro l'1,4% dei paesi europei. Per quanto concerne l'Italia, così come rilevato dall'Istat, l'economia risulta essere sostanzialmente stagnante non essendosi registrati incrementi significativi del PIL negli ultimi anni. Relativamente al 2006 le previsioni elaborate dall'OCSE prevedono, per i paesi dell'Area Euro, una crescita del PIL del 2,7% contro il 2,2% previsto in precedenza. La crescita dell'Italia è stata rivista dall'1,4% all'1,8%, quella della Germania dall'1,8% al 2,2% e quella della Francia dal 2,1% al 2,4%; in rialzo anche le stime per la Gran Bretagna dal 2,4% al 2,8%, mentre restano invariate al 3,6% quelle relative agli Stati Uniti e in calo dal 2,8% al 2,5% quelle per il Giappone; per la media dei paesi del G7 il dato è stato lievemente rivisto al rialzo, al 3% dal precedente 2,9%. Questo scenario di ripresa economica, secondo gli analisti, non dovrebbe comportare un aumento eccessivo dell'inflazione e quindi una stretta monetaria da parte della BCE attraverso un sensibile aumento del costo del denaro.

Dopo aver esaminato le dinamiche macroeconomiche focalizziamo la nostra attenzione sul mercato immobiliare e rileviamo che dal 1998 questo sta vivendo una fase ascendente dei prezzi che è da attribuirsi alla forte crescita della liquidità disponibile sul mercato,

