

<http://www.finanzaediritto.it/articoli/canali-alternativi-per-un-investimento-tradizionale-il-comparto-real-estate-di-andrea-e-m-eliseo-9534.html>



di Andrea Enrico Maria Eliseo

In uno scenario che vede gli indici macroeconomici ancora fortemente influenzati dalla crisi, ed un mercato finanziario che strizza l'occhio all'orso, l'appel dei beni rifugio pare sempre più forte.

Anche i patrimoni maggiormente compositi, e quantitativamente più significativi, sembrano attirati dall'oro e dal comparto *real estate*.

Benché il mercato immobiliare, soprattutto nella sue epifanie più elementari, sia una delle forme più immediate di investimento "rifugio", può estrinsecarsi con modalità decisamente innovative; oggetto di questa trattazione vuol esser una disamina ed una succinta analisi comparativa del fondo comune di investimento immobiliare e delle SIIQ, quali canali alternativi di accesso a questo mercato "tradizionale" per antonomasia.

Come noto, il fondo comune consta di un patrimonio autonomo, suddiviso al suo interno in quote, riferibili ad una pluralità di soggetti.

Tale patrimonio è gestito a monte, e distinto, a tutti gli effetti, da quello della società di gestione del risparmio e da quello dei partecipanti, nonché da ogni altro gestito dalla medesima SGR, configurando così una totale segregazione dello stesso.

E' d'uopo sottolineare, inoltre, che le quote non conferiscono i diritti proprietari e amministrativi tipicamente ascrivibili alle azioni, motivo per il quale, coloro che le sottoscrivono, non si configurano quali proprietari del fondo stesso,

Recte, ed entrando maggiormente nel dettaglio, i fondi immobiliari sono caratterizzati dalla forma giuridica del fondo chiuso, ed investono, ai sensi del dal Decreto numero 228 del 24 maggio 1999 e successive modifiche, esclusivamente o prevalentemente, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società di capitali operanti nell'attività di costruzione, valorizzazione e gestione di immobili (le c.d. società immobiliari).

Veicolo profondamente diverso da quello appena delineato è quello della società di investimento immobiliare quotata, nota anche con l' acronimo SIIQ.

Quest'ultima si configura come società per azioni quotata che svolge precipuamente attività di locazione in campo immobiliare, trovando la sua cornice normativa all'interno dalla Legge n. 296/2006 (Legge finanziaria 2007) e successive modifiche ed integrazioni.

In ordine a tali strumenti, anche per comprendere meglio la *ratio* che ha portato il nostro Legislatore ad introdurli nel nostro ordinamento, pare opportuno aprire una breve digressione sulla parabola che gli stessi che hanno percorso in altri Stati.

Le SIIQ ricalcano, e trovano primigenia origine, nel modello dei REIT (*Real Estate Investment Trust*), società quotate, nate negli Stati Uniti durante gli Anni 60, che presentano quale *core business* la gestione di portafogli immobiliari e la generazione di reddito da locazione.

I REIT, per loro natura, si caratterizzano per un elevato *dividend payout*, nonché per la capacità di garantire ai propri fruitori una esposizione al mercato immobiliare semplice ed efficiente, premettendo una interessante diversificazione geografica e settoriale (immobili residenziali, commerciali e di sviluppo).

Trovano successivamente collocazione in Olanda e Australia intorno agli Anni 70, tra gli Anni 90 e 2000 rispettivamente in Canada, Belgio e Giappone, nel 2003 in Francia; si affacciano, inoltre, sul confine inglese e tedesco nel 2007, per approdare sui lidi del "Bel Paese" solamente alla fine dello stesso anno.

Le SIIQ rappresentano una opportunità di razionalizzazione dell' *asset* immobiliare per una pletera molto ampia di astanti, che spazia dalle società immobiliari, estendendosi altresì a tutti quei soggetti caratterizzati da un l'ingente patrimonio immobiliare; si pensi, ad esempio, agli enti previdenziali, banche, assicurazioni, istituzioni pubbliche e private e *private wealth individuals*.

Focalizzandoci ora su di una ottica comparativa, si enuclea quanto segue.

Partendo dall' assetto proprietario, con particolare riferimento alle SIIQ, si osserva come la percentuale massima di partecipazione, detenibile da un singolo azionista, affinché si possa fruire del regime fiscale agevolato, non debba superare la soglia del 51% della totalità del capitale sociale.

Nessun vincolo si evince, diversamente, in merito all'ammontare della partecipazione previsto per la compagine proprietaria dei fondi immobiliari.

Collocando la lente di ingrandimento sul controllo del capitale, e ponendo l'accento, *in primis*, sulle SIIQ, si osserva la mancanza di specifiche norme volte, per esempio, a regolamentare l'utilizzo della leva finanziaria.

Sbirciando oltre confine, ed estendendo l'analisi ai modelli adottati, per esempio, in Germania e Olanda, si evidenzia, come in questi Paesi, invece, il limite della leva finanziaria non possa superare il 60%.

Diversamente da quanto *supra*, la normativa domestica relativa ai fondi immobiliari prevede che non si possa ricorrere alla leva finanziaria in misura superiore al 60% del valore degli immobili, dei diritti reali, delle partecipazioni in società immobiliari e del 20% del valore degli altri beni costituenti l'attivo.

Di particolare interesse i profili di *corporate governance*.

All'interno delle SIIQ vige quella tipicamente prevista per le società per azioni, che prevede la nomina diretta degli amministratori da parte dei soci.

Si riscontra, invece, una situazione maggiormente composita nei fondi immobiliari, ove, alla *governance* propria della SGR, si affianca un governo d'impresa facente capo al fondo, attraverso il quale, i titolari di quote possono trovare espressione ed intervenire nella gestione dello stesso.

Emblema di questo parallelismo gestorio è la previsione di un'assemblea dei partecipanti che deliberi, fra l'altro, in materia di sostituzione della SGR istitutrice del fondo, nonché in merito alla modifica della *policy* di investimento e perfino in merito alla richiesta di ammissione a quotazione delle quote del fondo.

All'assemblea si è soliti affiancare un *Advisory Committee* per la valutazione degli investimenti.

In chiusura, dopo aver brevemente tratteggiato alcune specificità di queste due opportunità di investimento, si osserva come esse non debbano esser considerate esclusivamente e rigidamente quali alternative, ancorché confliggenti.

Nonostante un profonda dicotomia degli interessi a cui rispondono, quali, ad esempio, l'ottimizzazione del carico fiscale da una parte, e l'implementazione del patrimonio immobiliare e relativa creazione di *cash flow* stabile nel tempo dall'altra, soprattutto in un'ottica di *planning*, può risultare ottimale configurarle come complementari, combinandone le singole peculiarità e creando una sinergia che risulti ottimale per le esigenze del cliente.

Dott. Andrea E. M. Eliseo

Collaboratore presso LS Lexjus Sinacta – Avvocati e Commercialisti associati

- Dottore triennale in Economia e commercio internazionale (tesi in *International financial institution: Fondo Monetario Internazionale e BIRS*).
- Dottore magistrale in Economia e diritto d'impresa (tesi in diritto dei contratti: Modelli di segregazione patrimoniale: profili domestici e *offshore*).
- Laureando in Giurisprudenza (laurea magistrale).

- Mediatore civile e commerciale operante presso un organismo di mediazione iscritto presso il Ministero della Giustizia.
- Collaboratore presso LS Lexjus Sinacta – Avvocati e Commercialisti associati. Si interessa precipuamente di segregazione e pianificazione patrimoniale, *private clients*, e materie riferibili al settore del *family office*.

Il presente articolo non costituisce, in alcun modo, una forma di consulenza, ma ha meramente una finalità descrittiva.

[2] Di seguito, per brevità: SGR

[3] Per una analisi puntuale della normativa fiscale al momento dell'introduzione in Italia delle SIIQ, vedasi: Paola Aglietta, *Nuova disciplina per le società di investimento immobiliare quotate*, Immobili & proprietà, 7, 2008, Ipsosa.

[4] La normativa domestica prevede che almeno l'85% dell'utile derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso delle partecipazioni in SIIQ, o SIIINQ debba essere obbligatoriamente distribuito in ciascun esercizio.

Scorrendo la normativa estera, si può osservare come il requisito di distribuzione ricorra in pressoché tutti i Paesi che hanno adottato il modello del REIT, *ex multis*:

- 90% per gli Stati Uniti;
- 100% degli utili netti entro 8 mesi dalla chiusura dell'esercizio per l'Olanda;
- almeno il 90% dei redditi da attività qualificata per il Regno Unito.

[5] Gli aspetti meramente fiscali sono esclusi dalla presente trattazione

[6] In linea generale la finalità della SIIQ è configgente con quella del fondo: la prima è volta a valorizzare il portafoglio nel lungo periodo, mentre il secondo punta ad alienarlo