

INREV RESEARCH & MARKET INFORMATION

# INVESTOR UNIVERSE ITALY SURVEY 2012 – *Versione Italiana*



INREV  
STRAWINSKYLAAN 631  
1077 XX AMSTERDAM  
THE NETHERLANDS

T +31 (0)20 799 39 60  
INFO@INREV.ORG  
WWW.INREV.ORG

INREV is the European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles. Our aim is to improve the accessibility of non-listed real estate funds for institutional investors by promoting greater transparency, accessibility, professionalism and standards of best practice.

As a pan European body, INREV represents an excellent platform for the sharing and dissemination of knowledge on the non-listed real estate funds market.

**© Vereniging INREV**

*This document, including but not limited to text, content, graphics and photographs, are protected by copyrights. You agree to abide by all applicable copyright and other laws as well as any additional copyright notices or restrictions contained in this document and to notify INREV in writing promptly upon becoming aware of any unauthorised access or use of this document by any individual or entity or of any claim that this document infringes upon any copyright, trademark or other contractual, statutory or common law rights and you agree to cooperate to remedy any infringement upon any copyright, trademark or other contractual, statutory or common law rights.*

	RINGRAZIAMENTI	02
	EXECUTIVE SUMMARY	03
<b>1</b>	<b>INTRODUZIONE</b>	<b>05</b>
1.1	– METODOLOGIA	05
1.2	– UNIVERSO E CAMPIONE	06
<b>2</b>	<b>DESCRIZIONE DEL MERCATO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI</b>	<b>08</b>
2.1	– CATEGORIE DI INVESTITORI	08
	– <i>FONDI PENSIONE PUBBLICI</i>	09
	– <i>CASSE DI PREVIDENZA</i>	09
	– <i>FONDI PENSIONE PRE-ESISTENTI E NUOVI</i>	09
	– <i>PIANI INDIVIDUALI PENSIONISTICI</i>	09
2.2	– TOTALE INVESTIMENTI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI	09
2.3	– TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CONSENTITE	10
<b>3</b>	<b>ALLOCAZIONE NELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE</b>	<b>11</b>
3.1	– UNIVERSO DEGLI INVESTIMENTI IMMOBILIARI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI	11
3.2	– INVESTIMENTI IMMOBILIARI PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE	11
3.3	– INVESTIMENTI IMMOBILIARI SUL TOTALE DEGLI INVESTIMENTI	12
3.4	– TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE	13
<b>4</b>	<b>FORME DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE</b>	<b>14</b>
4.1	– COPERTURA DEL CAMPIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITURE	14
4.2	– TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE	15
4.3	– INVESTIMENTI IMMOBILIARI PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE	16
<b>5</b>	<b>INVESTIMENTI IMMOBILIARI NON QUOTATI</b>	<b>17</b>
5.1	– L'UNIVERSO DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE NON QUOTATO IN ITALIA	17
5.2	– ALLOCAZIONE PREDEFINITA IN INVESTIMENTI IMMOBILIARI NON QUOTATI	18
5.3	– ALLOCAZIONE EFFETTIVA IN FONDI IMMOBILIARI NON QUOTATI PER STILE DI INVESTIMENTO, SETTORE E AREA GEOGRAFICA	18
5.4	– FONDI IMMOBILIARI NON QUOTATI PER AREA GEOGRAFICA	20
<b>6</b>	<b>STRATEGIE IMMOBILIARI E PRO E CONTRO DELL'INVESTIMENTO IN FONDI IMMOBILIARI NON QUOTATI</b>	<b>21</b>
6.1	– I VANTAGGI DELL'INVESTIMENTO IN FONDI IMMOBILIARI NON QUOTATI	21
6.2	– I LIMITI DELL'INVESTIMENTO IN FONDI IMMOBILIARI NON QUOTATI	22
6.3	– STRATEGIE DI INVESTIMENTO IN FONDI IMMOBILIARI NON QUOTATI	24
<b>7</b>	<b>PROSPETTIVE FUTURE DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE</b>	<b>25</b>
7.1	– CAMBIAMENTI NELLA VISIONE SULL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE	25
	<b>APPENDICE</b>	
	A. INVESTIMENTI IMMOBILIARI INDIRETTI IN ITALIA: FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE ITALIANI E SIIQ	28
	– FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE	
	– <i>ASPETTI REGOLAMENTARI</i>	
	– <i>REGOLE DI INVESTIMENTO</i>	
	– <i>ASPETTI FISCALI</i>	
	– SIIQ	
	B. FONDI PENSIONE ITALIANI	32

## RINGRAZIAMENTI

Il presente report è stato sviluppato insieme ad Assoimmobiliare che si ringrazia per la collaborazione.

Si ringraziano inoltre i consulenti e *fund manager* che hanno fornito informazioni sulle strategie immobiliari adottate dagli investitori istituzionali italiani e facilitato ulteriori interviste. Questo report non sarebbe stato possibile senza il loro prezioso contributo.

Ovviamente chi ha partecipato alle interviste fornendo informazioni non è in alcun modo responsabile del punto di vista espresso in questo report.

## EXECUTIVE SUMMARY

Lo studio fornisce delle stime sulla dimensione attuale e futura degli investimenti immobiliari mediante fondi non quotati da parte degli investitori istituzionali italiani, in relazione al più ampio contesto degli investimenti immobiliari in generale. Un ulteriore obiettivo consiste nell'individuare le strategie alla base delle diverse scelte di investimento immobiliare.

Vengono qui analizzati gli investitori istituzionali italiani appartenenti alle categorie dei fondi pensione, assicurazioni e fondazioni bancarie. Un campione di questi investitori è stato intervistato, con lo scopo di ottenere informazioni sulle loro allocazioni e sulle strategie immobiliari sottostanti. La dimensione del mercato è complessivamente rappresentata da investimenti per €560,8 miliardi, di cui €38,5 miliardi (pari al 6,9%) risultano essere investiti in immobiliare. Gli investimenti totali del campione analizzato sono pari a €232,6 miliardi, dei quali €29,4 miliardi sono investiti in immobiliare. Gli investimenti totali del campione coprono il 41,5% dell'intero universo, mentre gli investimenti immobiliari del campione coprono il 76%. In Italia la grande maggioranza degli investimenti immobiliari indiretti si rivolge verso fondi immobiliari non quotati, con un importo stimato intorno a €13 miliardi, cioè pari al 2,4% circa degli investimenti totali. La parte più significativa è invece rappresentata dagli investimenti immobiliari diretti, stimata circa €25,2 miliardi, cioè pari al 4,5% degli investimenti totali.

Gli investitori istituzionali italiani prediligono principalmente fondi *core*, anche se si evidenzia in molti portafogli la presenza di fondi *value added* e opportunistici. I fondi immobiliari oggetto di investimento si concentrano sul segmento degli uffici, immediatamente seguito dal segmento *retail*. La presenza di investimenti all'estero è contenuta e rappresenta meno dell'1% degli investimenti immobiliari totali del campione.

Le tre principali ragioni che inducono a investire in fondi immobiliari non quotati sono la tassazione favorevole, la possibilità di avvalersi di un management esperto e specializzato e la possibilità di diversificare il portafoglio complessivo degli investimenti. Il principale ostacolo a questo tipo di investimento risulta invece essere la mancanza di liquidità delle quote, percezione che deriva dal fatto che in Italia il mercato dei fondi è ancora relativamente giovane.

Il 57%, ossia poco più della metà del campione, non ha cambiato opinione riguardo al settore immobiliare con la crisi degli ultimi anni. Tale posizione è giustificata dagli importanti benefici derivanti dalla possibilità di diversificazione di un portafoglio *multi-asset* e alla bassa volatilità dei rendimenti, in particolare se si confronta l'immobiliare con le altre *asset class*, durante la crisi finanziaria. Due terzi degli intervistati afferma l'intenzione di incrementare gli investimenti immobiliari nei prossimi anni. Aumenta anche l'interesse per i fondi immobiliari non quotati, con alcuni intervistati che investiranno nel mercato immobiliare solo attraverso questi veicoli.

Al momento della presente ricerca, un nuovo fondo pensione (istituito dopo il 1992) stava richiedendo l'autorizzazione per investire in fondi immobiliari. Qualora questo primo tentativo riuscisse, ci si attende che molti altri seguano la stessa strada e questo creerebbe potenzialmente un nuovo importante flusso di capitale verso gli investimenti immobiliari indiretti, soprattutto verso l'immobiliare non quotato, con un valore stimato di circa €5,8 miliardi.

È molto probabile che ci sarà un incremento degli investimenti immobiliari da parte degli investitori istituzionali italiani, con particolare propensione verso i fondi non quotati. Tale tendenza deriva da due ragioni: un aumento degli investimenti immobiliari della maggior parte delle categorie di investitori e un *trend* generale che porta a prediligere gli investimenti indiretti rispetto a quelli diretti. In tre anni l'effetto combinato potrebbe portare la

percentuale di investimenti immobiliari dal 6,9% al 7,6% del totale degli investimenti. Si ipotizza che circa metà dell'investimento immobiliare sarà in forma indiretta con preferenza per i fondi non quotati, con un volume potenziale di nuovi investimenti in fondi non quotati di €10,7 miliardi.

# 1 INTRODUZIONE

Questo report è il settimo di una serie di studi che INREV ha condotto per stimare la dimensione attuale e futura del mercato istituzionale europeo dei fondi immobiliari non quotati. Lo scopo dello studio è stimare l'ampiezza del mercato italiano e gli investimenti immobiliari che gli investitori italiani detengono complessivamente, con particolare attenzione verso i fondi immobiliari non quotati.

Un ulteriore scopo è comprendere quali sono le strategie di investimento nell'immobiliare, in quale forma sono realizzate e come queste strategie potranno cambiare in futuro.

In passato diverse organizzazioni hanno pubblicato studi sugli investimenti immobiliari delle casse di previdenza in Italia, mentre minore attenzione è stata dedicata agli altri investitori istituzionali quali fondi pensione, assicurazioni e fondazioni bancarie. Questo studio si pone l'obiettivo di analizzare l'intero universo degli investitori istituzionali con un focus particolare sui fondi non quotati.

Questo lavoro presenta delle stime sulla dimensione e composizione degli investimenti immobiliare degli investitori istituzionali italiani e si concentra principalmente su investimenti in fondi immobiliari non quotati e sulle strategie sottostanti. Si basa, inoltre, sui risultati di interviste sottoposte ad alcuni operatori del mercato, finalizzate a rinforzare l'accuratezza e la profondità dell'analisi.

Il Capitolo 2 del report fornisce una descrizione generale delle tipologie e della dimensione degli investitori istituzionali italiani, specificando quali sono le forme di investimento immobiliare consentite per ogni tipologia di investitore. Il Capitolo 3 descrive gli investimenti immobiliari e le varie forme di investimento da essi utilizzate.

Mentre i Capitoli 2 e 3 si focalizzano sull'intero universo, i successivi Capitoli, dal 4 al 7, si concentrano sui risultati delle interviste effettuate sul campione di investitori. Il Capitolo 4 descrive il campione analizzato e il relativo peso sull'intero universo degli investimenti immobiliari, così come l'esposizione verso le diverse forme di investimento immobiliare.

L'investimento immobiliare non quotato è esaminato in dettaglio nel Capitolo 5. Il Capitolo 6 analizza invece le diverse strategie attuate dagli investitori istituzionali, il ruolo che l'immobiliare non quotato ricopre nell'ambito di queste strategie e l'opinione degli stessi investitori in merito ai fondi immobiliari non quotati. L'ultimo capitolo presenta le previsioni riguardo ai futuri cambiamenti in relazione all'investimento immobiliare non quotato. Infine, le appendici descrivono i veicoli di investimento immobiliare indiretto in Italia, con un focus sui fondi immobiliari non quotati che rappresentano la maggior parte dell'investimento indiretto per gli investitori istituzionali italiani, e una descrizione del sistema dei fondi pensione italiani.

## 1.1 Metodologia

Il presente studio è stato realizzato dal professor Giacomo Morri per conto di INREV e in collaborazione con Assoimmobiliare. La metodologia è simile a quella utilizzata nei precedenti report INREV che descrivono il mercato istituzionale di Gran Bretagna, Germania, Olanda, Svezia, Francia e Finlandia.

I dati sono stati raccolti sia attraverso una ricerca su bilanci e altre fonti relative all'universo degli istituzionali italiani, sia attraverso interviste a un campione di investitori, effettuate tra Aprile e Luglio 2012, che hanno fornito utili informazioni per comprendere meglio le loro

strategie e i loro punti di vista. Sono stati utilizzati anche alcuni dati pubblicati da autorevoli fonti quali ACRI, ADEPP, ANIA, Assofondipensione, Banca d'Italia, Covip e ISVAP.

Nella generale definizione di investimento immobiliare si considerano gli investimenti diretti, gli investimenti indiretti, il debito cartolarizzato e le infrastrutture. L'analisi del panorama globale dell'investimento immobiliare condotta nei Capitoli 2 e 3 distingue tra investimento immobiliare diretto e indiretto; in quest'ultimo capitolo si analizza anche la distinzione tra i fondi immobiliari non quotati e le altre forme di investimento indiretto meno rilevanti nel mercato italiano. L'analisi sui dati del campione (dal Capitolo 4 al Capitolo 7) evidenzia la distinzione tra:

- investimento diretto, nel quale l'investitore mantiene il controllo degli immobili;
- investimento indiretto (fondi immobiliari, altri veicoli di investimento e fondi di fondi) nel quale l'investitore delega le scelte di investimento e la gestione a un gestore terzo;
- Itri investimenti immobiliari che comprendono tutti gli altri veicoli di investimento immobiliare come le società quotate, il debito e le obbligazioni con sottostante immobiliare e le infrastrutture.

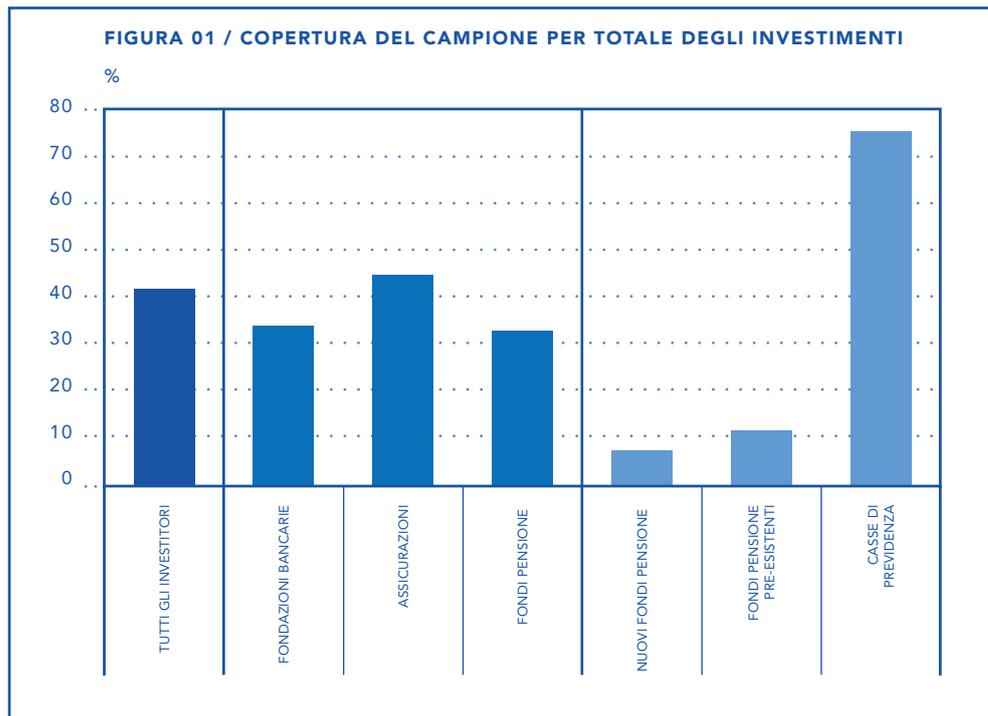
## 1.2 Universo e Campione

L'universo comprende tutti gli investitori istituzionali italiani, quali i fondi pensione, le assicurazioni e le fondazioni bancarie, che allocano il loro attivo in diverse *asset class* per far fronte a passività future. A fine 2011 la dimensione totale dell'universo degli investitori istituzionali italiani, considerando gli investimenti in tutte le *asset class*, è pari a €561 miliardi. Questa stima si basa sui dati pubblicati nei bilanci e nei report finanziari, sui rapporti degli organi di vigilanza, sugli studi delle associazioni e sulla base delle interviste condotte. L'ammontare degli investimenti immobiliari risulta essere pari a circa €38,5 miliardi, con un peso di circa il 6,9% sul totale degli investimenti.

Il campione utilizzato nello studio è costituito da 30 investitori su un totale di 796 presenti nel mercato italiano ed è così composto: sette fondazioni bancarie, nove assicurazioni, sette casse di previdenza e sette fondi pensione. Quasi metà degli investitori dell'universo (363) sono fondi pensione pre-esistenti i cui investimenti totali pesano solo per il 5% sul totale dell'universo, ma rappresentano circa l'11,8% degli investimenti immobiliari complessivi.

Il campione copre €232,6 miliardi di investimenti complessivi in tutte le diverse *asset class*, corrispondente a una copertura del 41,5% dell'universo (Figura 01). Le fondazioni bancarie hanno una copertura del 33,6%, le assicurazioni del 44,6% e i fondi pensione del 32,5%. In quest'ultima categoria di investitori le casse di previdenza hanno la maggiore copertura, pari al 75,4%.

Per quanto riguarda gli investimenti immobiliari il campione in esame copre il 76% dell'universo degli investimenti immobiliari stimato, che ammonta a circa €29,4 miliardi.



## 2 DESCRIZIONE DEL MERCATO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI

### 2.1 Categorie di investitori

L'universo degli investitori istituzionali italiani che intendono investire in immobiliare, direttamente o indirettamente, può essere suddiviso in tre categorie principali:

1. Assicurazioni
2. Fondazioni bancarie
3. Fondi pensione

Alla fine del 2011 in Italia risultavano 142 assicurazioni. In questo lavoro sono incluse le controllate di società estere con sede in Italia, ma non le controllate estere delle compagnie italiane. Sono stati esclusi anche i fondi che le assicurazioni gestiscono per conto di altre entità (polizze *unit & index linked*) al fine di non computare due volte gli investimenti.

Le fondazioni bancarie attive oggi in Italia sono 88. Questi investitori hanno però a disposizione una ridotta percentuale dell'attivo da dedicare a possibili investimenti nell'immobiliare poiché gran parte risulta ancora investito nella banca conferitaria.

I fondi pensione, al fine di questo studio, possono essere suddivisi in quattro sottoinsiemi, ognuno dei quali con una specifica disciplina in merito agli investimenti immobiliari. La sezione seguente illustra brevemente come sono suddivisi, evidenziando le strategie di investimento e le politiche di investimento nell'immobiliare.

#### **FONDI PENSIONE PUBBLICI**

In Italia erano attivi più fondi pensione pubblici. A seguito delle più recenti riforme governative, il processo di riordino e semplificazione organizzativa è culminato nel 2012 con la fusione per incorporazione dell'ENPALS e dell'INPDAP nell'INPS. Pertanto, l'INPS è attualmente l'unico ente pubblico di previdenza. Nel 2008, a seguito di una direttiva europea di allineamento delle performance degli investimenti degli enti previdenziali pubblici, è stato imposto di contenere gli investimenti immobiliari entro il 7% del totale degli investimenti e di effettuare di nuovi solo in via indiretta. Ad oggi l'INPS sta ancora procedendo alla dismissione del proprio patrimonio immobiliare, e di conseguenza non sta attualmente valutando nuovi investimenti.

#### **CASSE DI PREVIDENZA**

Le casse di previdenza sono un servizio pensionistico obbligatorio per diverse categorie di professionisti; rientrano in questo sottogruppo le Casse private di previdenza e le Casse di previdenza privatizzate. La forma legale di tali enti è variata dal 1996 ed è stata concessa autonomia per quanto riguarda le scelte e la gestione degli investimenti. Non sono previsti vincoli specificati dalla normativa vigente, se non quello di far fronte alle passività future con un bilanciato e prudente utilizzo del proprio attivo.

#### **FONDI PENSIONE PRE-ESISTENTI E NUOVI**

I fondi pensione pre-esistenti sono quelli nati prima del 1992 e presentano la caratteristica di poter investire nell'immobiliare direttamente e indirettamente. I limiti a questi investimenti verranno discussi nel capitolo successivo.

I nuovi fondi pensione (aperti e negoziali) possono effettuare solo investimenti indiretti, spostando la gestione dell'investimento in capo a un gestore esterno.

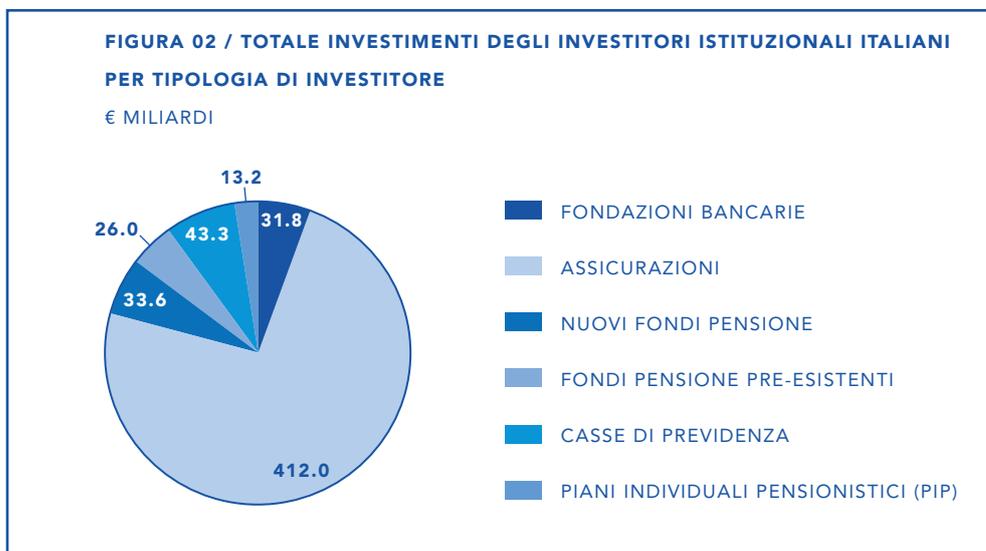
**PIANI INDIVIDUALI PENSIONISTICI**

I piani individuali pensionistici (P.I.P.) operano come assicurazione sulla vita e sono gestiti da assicurazioni, intermediari finanziari e società di gestione del risparmio. Ne esistono 76 per un valore totale degli investimenti pari a €13,2 miliardi. Questi fondi investono solo in titoli mobiliari e non risulta che abbiano investimenti immobiliari, almeno non in fondi immobiliari, sebbene non si possa escludere la presenza di titoli di società immobiliari quotate all'interno della più ampia categoria degli investimenti azionari. Per tale ragione, data la finalità del presente studio, non sono stati inclusi nell'analisi del mercato immobiliare.

**2.2 Totale investimenti degli investitori istituzionali italiani**

Il valore complessivo degli investimenti degli investitori istituzionali italiani è pari a €560,8 miliardi. Come rappresentato in Figura 02, questo universo è dominato dalle assicurazioni, che rappresentano il 74%, e in misura minore dai fondi pensione che rappresentano il 21%.

La definizione generale di fondi pensione include le diverse forme pensionistiche presenti in Italia (a eccezione solo degli enti pubblici, esclusi da questo studio): casse di previdenza, nuovi fondi pensione (aperti e chiusi), fondi pensione pre-esistenti e piani individuali pensionistici.



Il valore complessivo degli investimenti delle assicurazioni è pari a €412,5 miliardi, di cui il 76,6% è investito in obbligazioni, il 13% in azioni e solo il 4,6%, una percentuale minima, è investita in immobiliare. Questa quota, a sua volta, è suddivisa in 2,7% investito in immobiliare diretto e in 1,9% in immobiliare indiretto.

I fondi pensione complessivamente hanno investimenti totali per €116,6 miliardi. Questo valore include gli investimenti totali di 22 casse di previdenza pari a €43,3 miliardi, di 363 fondi pre-esistenti per €26,5 miliardi, di 105 nuovi fondi pensione per circa €33,6 miliardi (suddivisi in 38 negoziali per €25,3 miliardi e 67 aperti per €8,3 miliardi) e dei P.I.P. per €13,2 miliardi.

## 2.3 Tipologie di investimento immobiliare consentite

La Figura 03 riassume brevemente i limiti all'investimento per le diverse tipologie di investitori istituzionali. Tutti gli investitori, tranne i nuovi fondi pensione, possono investire direttamente in immobili, mentre tutti possono investire in immobiliare indiretto, e di conseguenza in fondi immobiliari non quotati. Vi sono comunque delle restrizioni imposte dagli organi di vigilanza di ciascuna tipologia di investitore. Le assicurazioni possono allocare il 40% dei propri investimenti totali nell'immobiliare, con un limite del 10% per quanto riguarda gli investimenti indiretti. Dal 2010 le fondazioni bancarie possono investire fino al 15% del loro attivo in immobiliare, oltre ai beni di uso diretto.

I fondi pensione pre-esistenti possono investire in immobiliare direttamente e indirettamente fino a un massimo del 20% del totale degli investimenti e possono gestire i loro investimenti senza bisogno di un gestore esterno. Ai fondi che eccedevano tale soglia nel momento in cui è stata introdotta la nuova regolamentazione (2007) è stato concesso un periodo di 5 anni per ridurre l'importo degli investimenti diretti fino alla nuova soglia.

A maggio 2012, allo scadere del periodo di proroga, solo dieci fondi avevano raggiunto la soglia limite mentre altri nove avevano ancora investimenti diretti per un valore superiore alla soglia (di cui tre con una quota superiore al 40%). Una possibile spiegazione può essere individuata nelle difficoltà del mercato immobiliare nel periodo, che ha reso più difficile la dismissione di immobili, in particolare per soggetti gravati da vincoli nella modalità di dismissione.

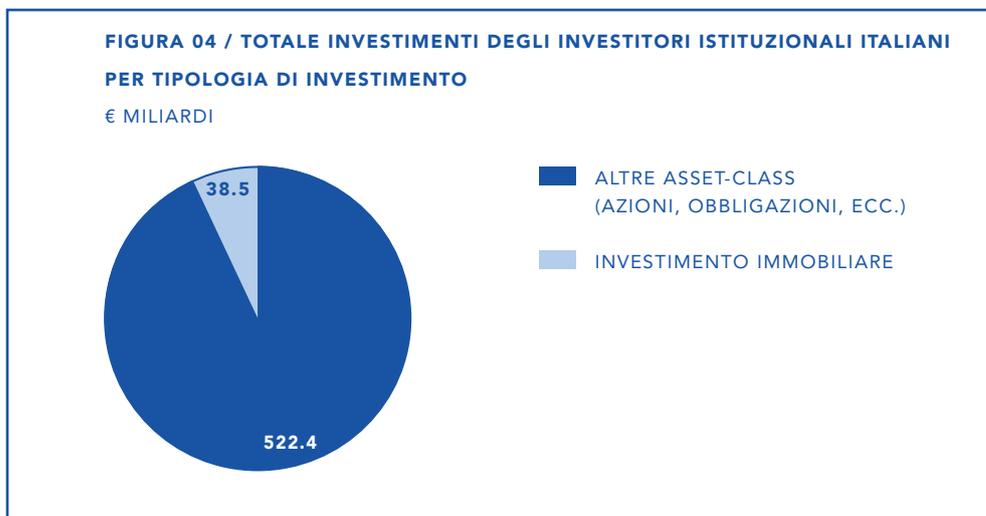
I nuovi fondi pensione possono investire indirettamente fino al 20% del totale degli investimenti e fino al 25% del valore del singolo fondo non quotato. Pur avendo libertà di investire indirettamente, al momento della ricerca nessuno aveva ancora investimenti immobiliari a causa dell'obbligo di delegare la gestione degli investimenti a un gestore esterno e del vincolo a investire in beni con stima mensile del valore di mercato. La struttura di gestione interna, e ogni modifica eseguita con il fine di investire indirettamente nell'immobiliare, deve essere approvata da Covip.

<b>FIGURA 03 / LIMITI ALL'INVESTIMENTO PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE</b>					
	<b>FONDAZIONI BANCARIE</b>	<b>ASSICURAZIONI</b>	<b>CASSE DI PREVIDENZA</b>	<b>FONDI PENSIONE PRE-ESISTENTI</b>	<b>NUOVI FONDI PENSIONE</b>
<b>INVESTIMENTI DIRETTI</b>	SI, CON UN'ALLOCAZIONE MASSIMA DEL 15% DEL TOTALE ATTIVO	SI, CON UN'ALLOCAZIONE MASSIMA DEL 15% DEL TOTALE ATTIVO	SI, SENZA LIMITI SPECIFICI	SI, CON UN'ALLOCAZIONE MASSIMA DEL 20% DEL TOTALE ATTIVO	NON E' CONSENTITO
<b>INVESTIMENTI INDIRETTI</b>	SI, SENZA LIMITI SPECIFICI	SI, CON LIMITE DEL 10% DEL TOTALE ATTIVO	SI, SENZA LIMITI SPECIFICI	SI, CON UN'ALLOCAZIONE MASSIMA DEL 20% DEL TOTALE ATTIVO	SI, CON UN'ALLOCAZIONE MASSIMA DEL 20% DEL TOTALE ATTIVO E CON UN SINGOLO INVESTIMENTO AL MASSIMO PARI AL 25% DEL VALORE DELL'INTERO FONDO IMMOBILIARE
<b>NOTE</b>		L'IMPORTO TOTALE NON PUO' ECCEDERE IL 40% DEL TOTALE DEGLI INVESTIMENTI	NON PUO' INVESTIRE IN DEBITO CON IMMOBILI A GARANZIA	GLI INVESTIMENTI DIRETTI CHE ECCEDEONO QUESTA SOGLIA POSSONO ESSERE CONFERITI IN UN FONDO IMMOBILIARE, SENZA LIMITI	

### 3 ALLOCAZIONE NELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE

#### 3.1 Universo degli investimenti immobiliari degli investitori istituzionali italiani

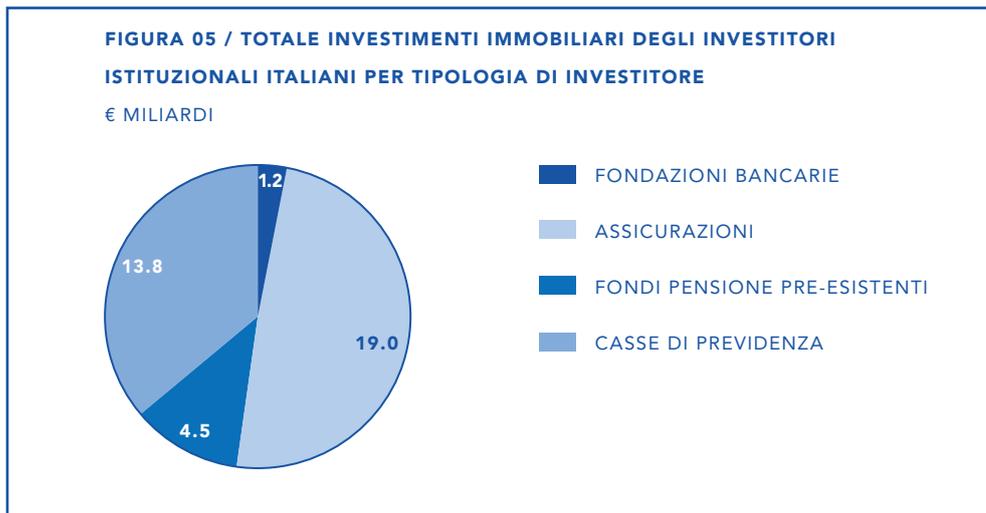
La Figura 04 mostra che i €38,5 miliardi di investimenti immobiliari degli investitori istituzionali rappresentano il 6,9% dei loro investimenti totali. Questo dato non include le partecipazioni in società immobiliari quotate che, oltre a non essere molto frequenti tra gli investitori italiani, solitamente nei bilanci figurano tra gli investimenti azionari o tra altri strumenti finanziari. Il mercato immobiliare quotato italiano è dominato da piccoli investitori e non è confrontabile, per dimensione, con il settore immobiliare non quotato. Analogamente, non sono stati considerati gli immobili strumentali o direttamente occupati dai proprietari.



#### 3.2 Investimenti immobiliari per tipologia di investitore

La Figura 05 indica la forte predominanza delle assicurazioni nel mercato immobiliare con €19 miliardi investiti. Emerge, inoltre, che le due categorie che dominano l'universo degli investimenti immobiliari sono le assicurazioni e le casse di previdenza, che insieme rappresentano più dell'85% del totale.

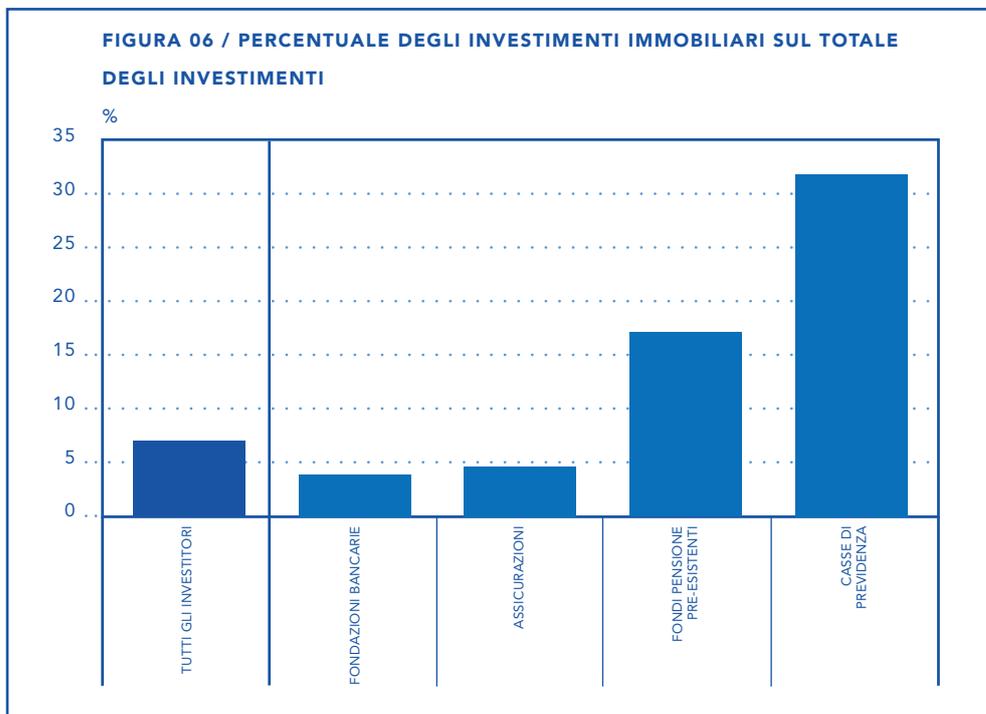
Solo 32 fondi pensione pre-esistenti investono nell'immobiliare, per un totale di €4,5 miliardi. Metà di questo importo è concentrato in capo a soli tre fondi, e il 75% a sette fondi. Le casse di previdenza invece investono nell'immobiliare un ammontare di €13,8 miliardi, che rappresenta il 35,8% del totale. Le fondazioni bancarie detengono la percentuale minore di investimenti immobiliari, pari a €1,2 miliardi, corrispondente a solo il 3,1% del totale.



### 3.3 Investimenti immobiliari sul totale degli investimenti

Le casse di previdenza detengono investimenti immobiliari in misura molto superiore rispetto agli altri investitori (31%, in Figura 06). La loro esposizione verso questo settore è storicamente motivata da una legge che spingeva le Casse a investire in immobili. Inoltre, prima dell'introduzione dell'euro, in Italia il tasso di inflazione era molto elevato e l'investimento immobiliare consentiva di coprirsi da tale rischio.

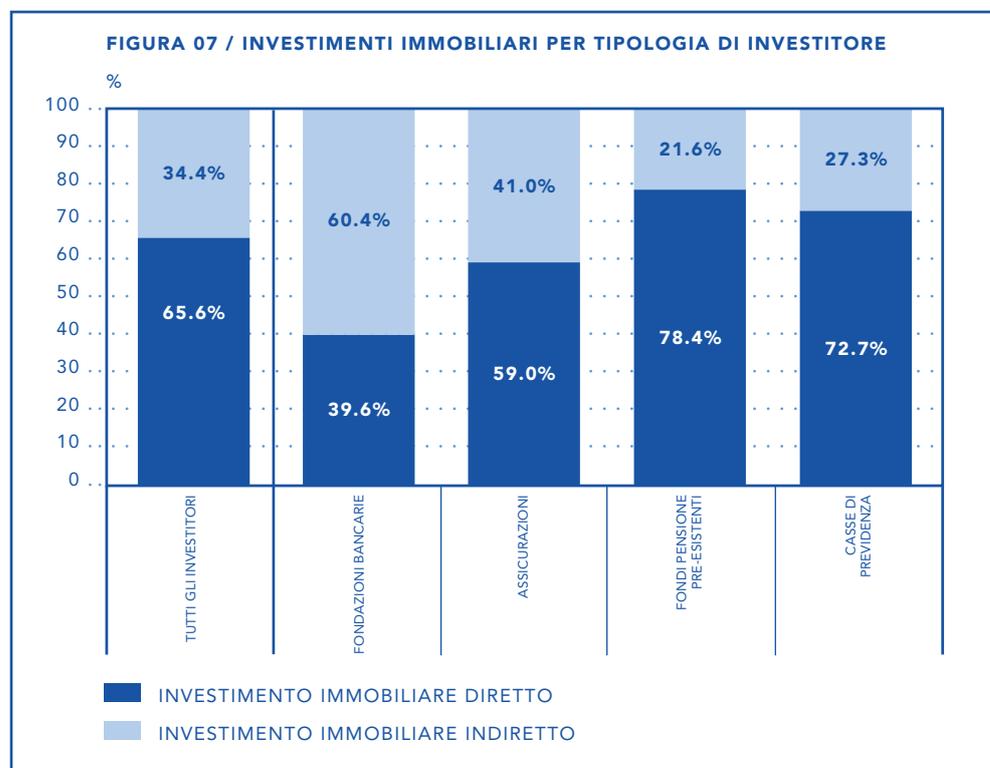
Assicurazioni e fondazioni bancarie investono meno nell'immobiliare: si è stimato che le assicurazioni investano in immobiliare circa il 4,6% del totale degli investimenti e le fondazioni bancarie circa il 3,8%.



### 3.4 Tipologie di investimento immobiliare

I €38,5 miliardi di investimenti immobiliari si possono suddividere in €25,2 di investimenti diretti e €13,2 miliardi di investimenti indiretti. Tra i primi la maggior parte è investita in fondi non quotati. Il mercato immobiliare quotato in Italia è ancora poco sviluppato; vi sono solamente due SIQ con un valore di mercato di circa €1 miliardo. Si consideri inoltre che le azioni di società immobiliari sono spesso incluse in altre voci di bilancio, difficilmente isolabili.

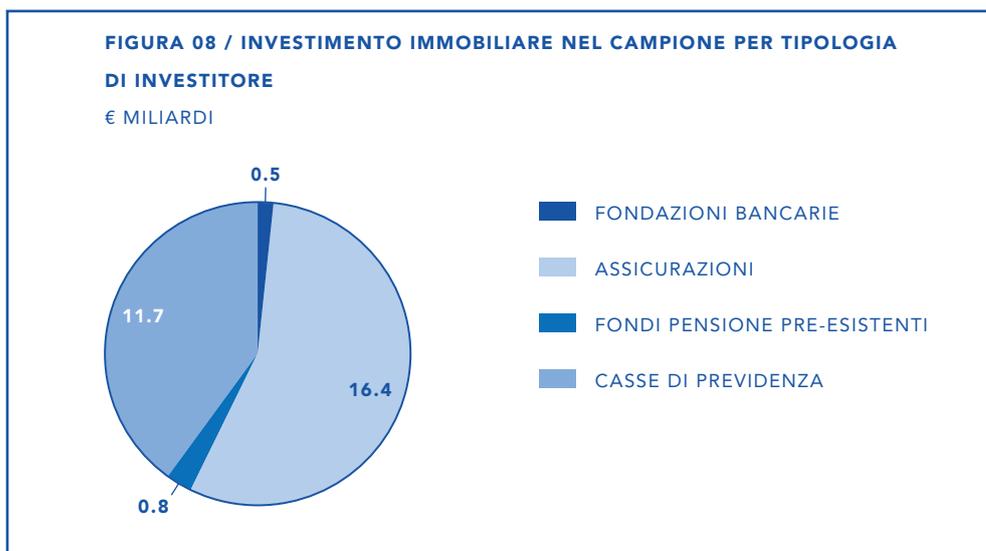
Come evidenzia la Figura 07, l'investimento immobiliare diretto rappresenta la tipologia di investimento immobiliare prediletta da tutti i gruppi di investitori italiani. Le assicurazioni e le casse di previdenza detengono i valori più alti, rispettivamente €11,2 e €10 miliardi. Questi due valori rappresentano il 59% e il 72,2% dei loro investimenti immobiliari totali, lasciando quindi poco spazio all'investimento indiretto. I fondi pensione pre-esistenti hanno una struttura simile, dedicando all'investimento diretto il 78% degli investimenti immobiliari. Al contrario invece le fondazioni bancarie investono il 60,4% in immobiliare in forma indiretta.



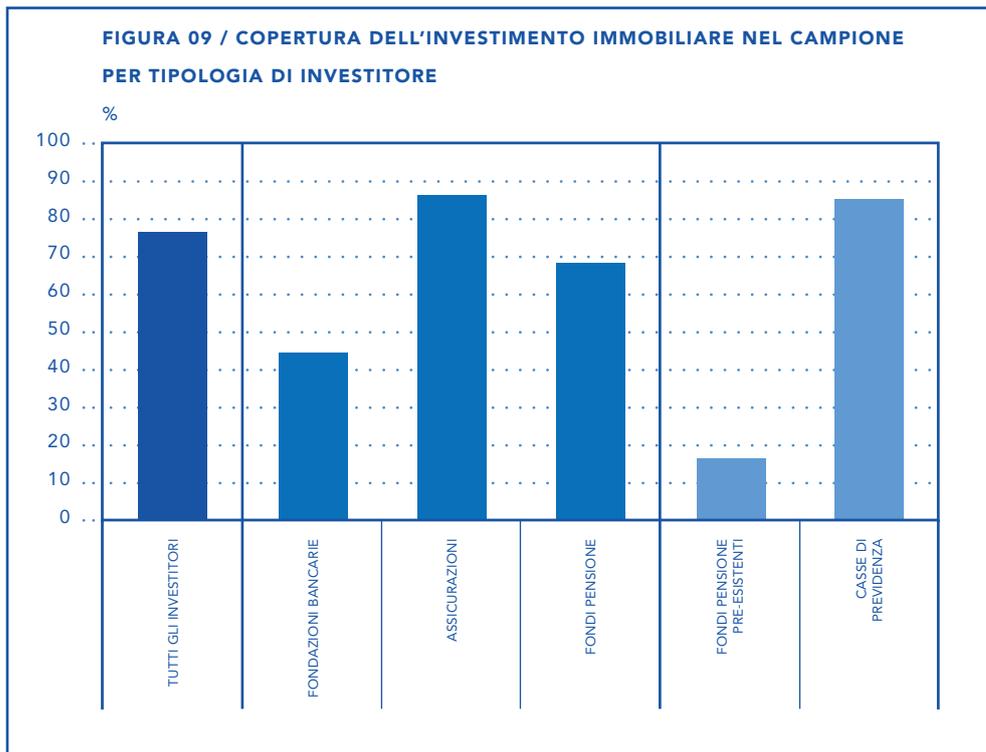
## 4 FORME DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE

### 4.1 Copertura del campione per tipologia di investiture

L'analisi che segue prende in considerazione un campione di 30 investitori che hanno partecipato alla ricerca. Il valore degli investimenti immobiliari del campione è pari a €29,4 miliardi che rappresentano il 76% dell'universo investito descritto nei capitoli precedenti. Come rappresentato nella Figura 08, il campione segue la stessa distribuzione dell'universo (Figura 05), fatta eccezione solo per una minore copertura dei fondi pensione pre-esistenti. Inoltre, avendo partecipato alla ricerca alcune fondazioni con un importante patrimonio immobiliare, la categoria delle fondazioni bancarie è sovra rappresentata.

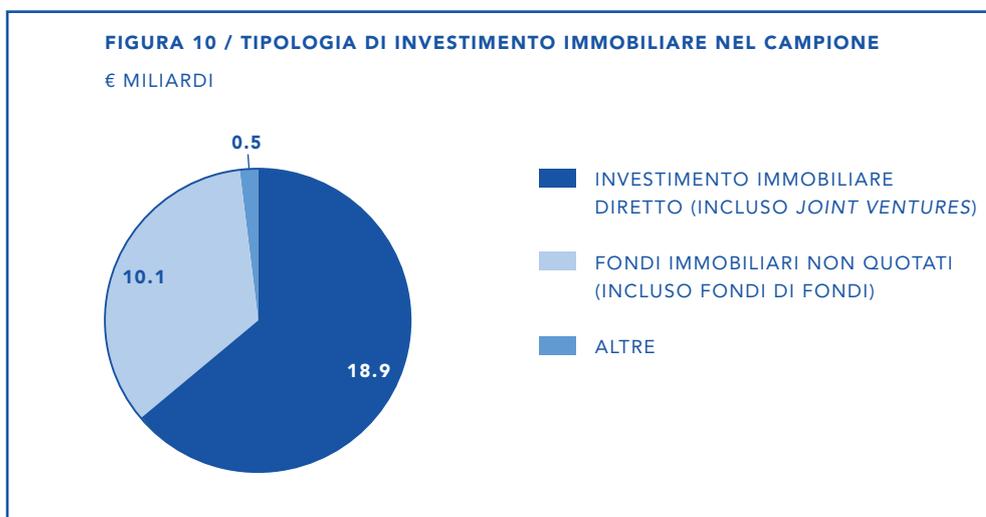


Come riportato nella Figura 09, sono presenti forti differenze nella copertura del campione dei diversi gruppi di investitori. Nonostante la copertura del campione sia complessivamente del 76,4% il campione delle assicurazioni copre l'86,3%, mentre le fondazioni bancarie il 44,6%. I fondi pensione complessivamente sono coperti per il 68,3%: la copertura delle casse di previdenza è significativamente maggiore di quella dei fondi pensione pre-esistenti, pari all'85,3% mentre la seconda è solo del 16,6%.



## 4.2 Tipologie di investimento immobiliare

Agli investitori che hanno partecipato alla ricerca è stato chiesto in quali forme di investimento immobiliare avessero investito e quale fosse l'ammontare di tali investimenti. La Figura 10 mostra che dei €29,4 miliardi complessivamente investiti nell'immobiliare, €18,9 sono investiti direttamente, includendo anche le *joint venture*. La seconda componente per dimensione è rappresentata dai fondi immobiliari non quotati, per un totale di €10,1 miliardi, e comprende fondi non quotati con un solo investitore, con più investitori e fondi di fondi. Le altre tipologie di investimento immobiliare, come azioni di società immobiliari, quotate o meno, infrastrutture e obbligazioni, raggiungono una cifra di soli €0,5 miliardi.



### 4.3 Investimenti immobiliari per tipologia di investitore

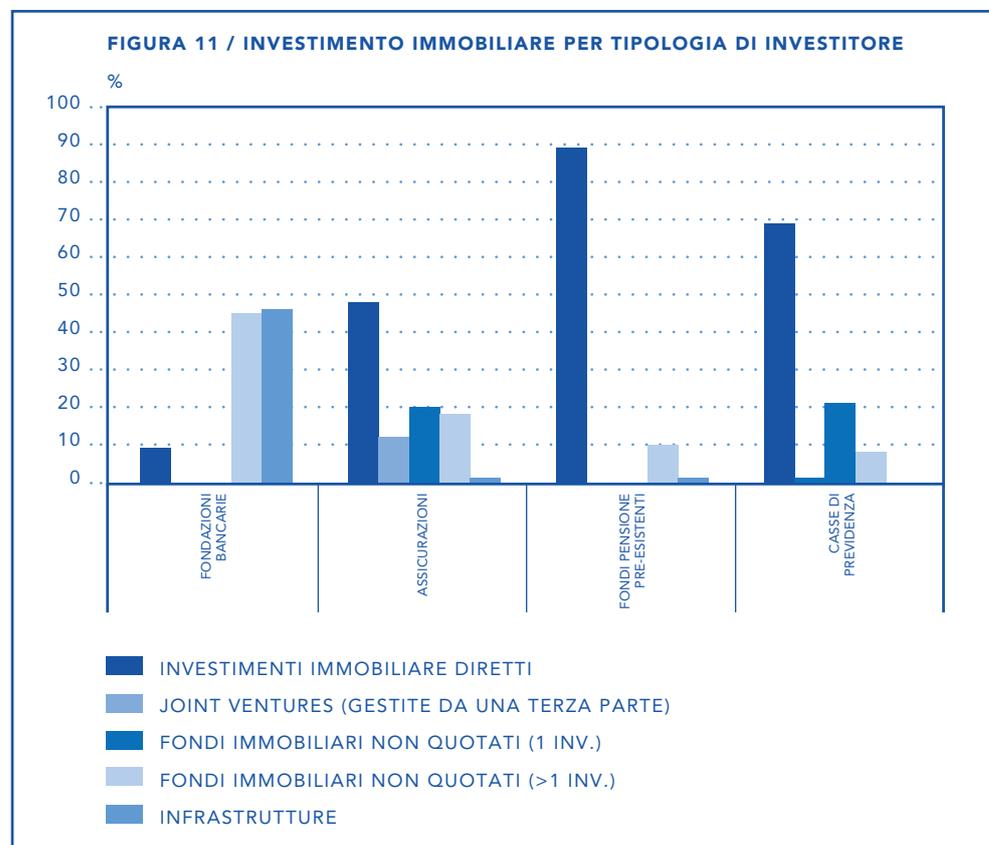
La Figura 11 illustra le diverse tipologie di investimento scelte dal campione di investitori. Le assicurazioni e le casse di previdenza investono in quasi tutte le tipologie di investimento immobiliare, mentre le fondazioni bancarie e i fondi pensione pre-esistenti prediligono solo alcune tipologie.

L'investimento immobiliare diretto sembra essere il più comune, per numero di risposte, ma sono frequenti anche i fondi immobiliari, in particolar modo quelli con più investitori.

Dato l'obiettivo del presente studio, gli investimenti in fondi immobiliari non quotati sono stati ulteriormente suddivisi in due categorie, a seconda del numero di investitori: quelli con un solo investitore – che figurano come *separate account* nelle linee guida INREV, ma usano la struttura dei fondi immobiliari – e quelli con più investitori. Le assicurazioni e le casse di previdenza scelgono più di frequente di investire in fondi con un solo investitore. Informazioni dettagliate sui fondi immobiliari in Italia si trovano nell'Appendice A.

Nonostante i fondi di fondi siano inclusi nella categoria dei fondi immobiliari non quotati con più investitori, pochi sono gli investitori che hanno investito in questo strumento. Lo stesso vale anche per altre tipologie di investimento immobiliare come il debito cartolarizzato o le società quotate. Data la loro dimensione contenuta non sono stati inclusi nella Figura 11.

La maggior parte degli investimenti in infrastrutture è legata a un unico fondo, sottoscritto da numerose fondazioni bancarie. Questo tipo di investimento è coerente con il loro scopo sociale, contribuendo al miglioramento dei servizi di pubblica utilità e allo sviluppo del territorio.

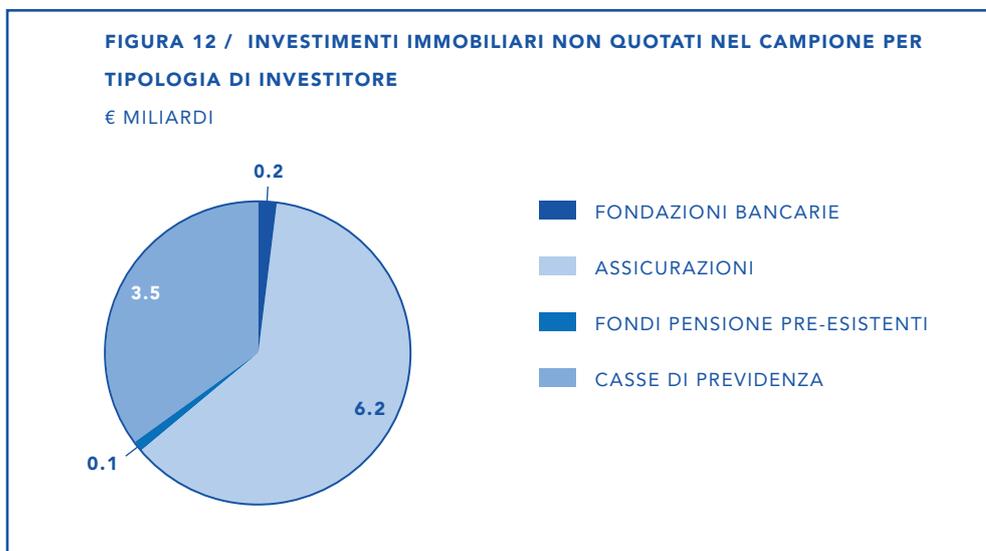


## 5 INVESTIMENTI IMMOBILIARI NON QUOTATI

### 5.1 L'universo dell'investimento immobiliare non quotato in Italia

Secondo Banca d'Italia, alla fine del 2011 erano presenti 303 fondi non quotati, con un valore totale dell'attivo di €39,7 miliardi. Si stima che le istituzioni finanziarie detengano il 40% dei fondi, le società il 30%, mentre fondazioni, fondi pensione, assicurazioni, enti pubblici e investitori *retail* detengano le quote dei fondi restanti. Il campione considerato, con un totale di 10,1 miliardi investiti, rappresenta il 76% delle quote dei fondi immobiliari per gli investitori istituzionali.

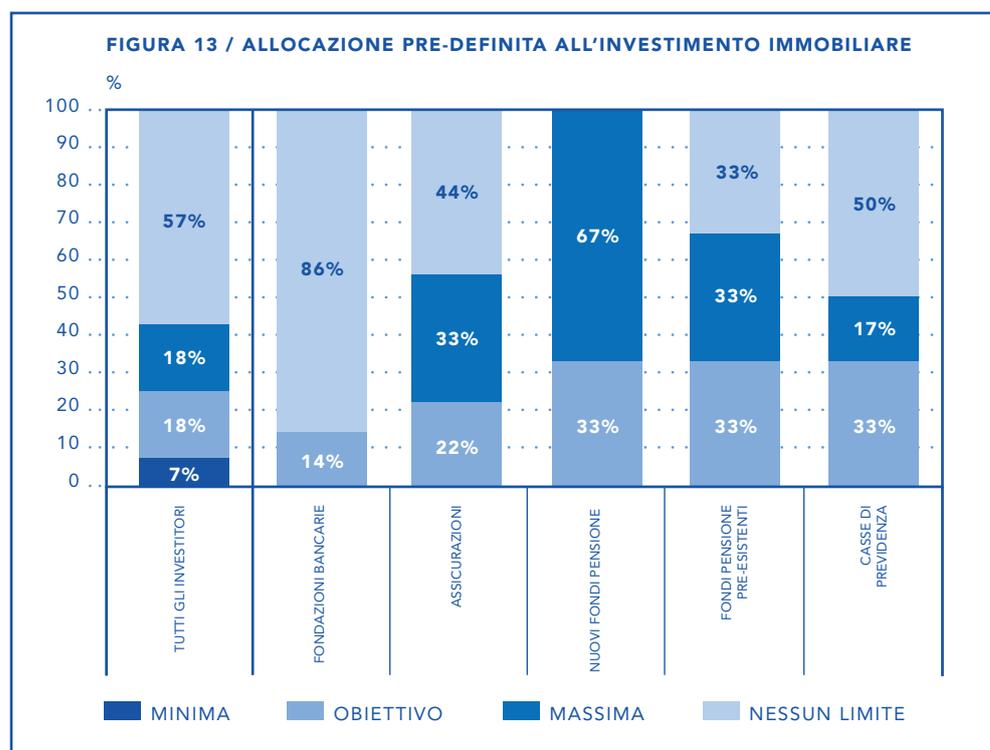
La Figura 12 indica che le assicurazioni sono la categoria che investe maggiormente in fondi immobiliari non quotati, contando per il 58,8% del totale del campione. Le casse di previdenza sono il secondo gruppo per dimensioni, detenendone il 28%. Le fondazioni bancarie investono il 5,5% in fondi immobiliari non quotati, mentre i fondi pensione pre-esistenti il 7,3%. Tra le casse di previdenza si nota una netta differenza quando si analizzano gli investimenti in fondi immobiliari non quotati; pur avendo le stesse regole in materia, risulta che le casse private di previdenza investono molto poco (4%), mentre le casse di previdenza privatizzate investono la parte rimanente, ossia il 96% del totale investito dalla categoria. La spiegazione risale alla diversa origine delle due tipologie di casse: le casse privatizzate hanno una storia molto più lunga e soprattutto sono molto più numerose.



## 5.2 Allocazione predefinita in investimenti immobiliari non quotati

È stato chiesto agli investitori del campione quali fossero i vincoli o le restrizioni per quanto riguarda gli investimenti immobiliari indiretti non quotati (Figura 13). La maggior parte (57%) ha affermato di non avere limiti legali o statutari, mentre il 18% dichiara di avere un'allocazione massima; solo il 18% ha un'allocazione obiettivo e il 7% un'allocazione minima.

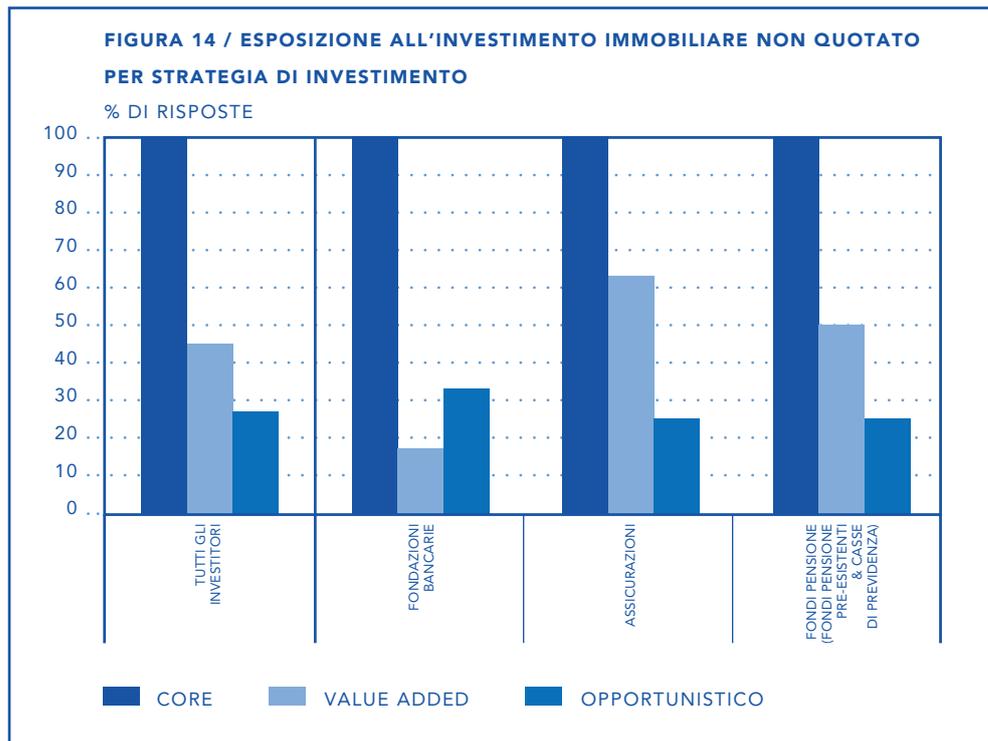
I nuovi fondi pensione, pur non avendo ancora investito in fondi immobiliari, possono investire fino al 20% del proprio patrimonio e per il 25% del valore di ogni veicolo. Al momento però l'assenza di investimenti è legata a problematiche operative relative alle procedure di investimento, come meglio descritto nella sezione 2.3.



## 5.3 Allocazione effettiva in fondi immobiliari non quotati per stile di investimento, settore e area geografica

Agli intervistati che detenevano partecipazioni in fondi immobiliari non quotati (22 su 30) è stato chiesto di suddividere questa forma di investimento per le diverse categorie di immobili e nei diversi stili di investimento dei fondi. L'unico fondo pensione pre-esistente nel campione è stato inglobato nella categoria fondi pensione insieme alle casse di previdenza.

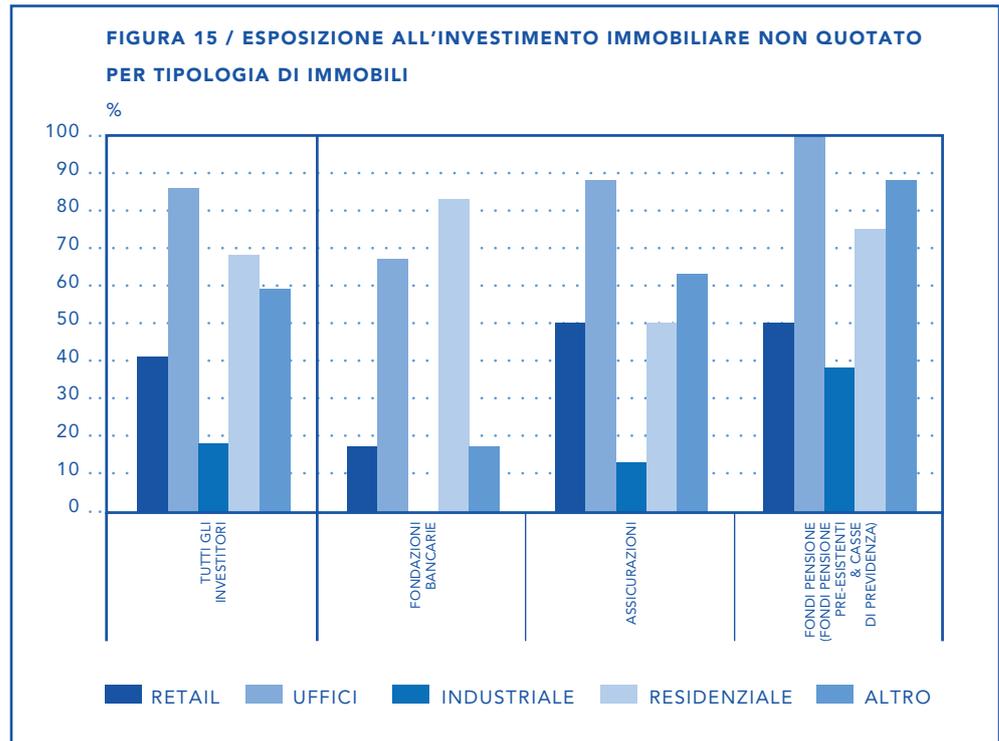
Dalla Figura 14 emerge come tutti gli investitori investano in fondi *core*, il 45% investa in fondi *value added* mentre solo il 27% investa in fondi opportunistici. Analizzando lo stile di investimento secondo le diverse tipologie di investitore si nota come non siano presenti grandi differenze rispetto al *trend* generale. L'unica osservazione va fatta in merito alle fondazioni bancarie, tra cui sono più comuni fondi opportunistici che investono in progetti di sviluppo residenziale (in molti casi i fondi scelti operano nella zona geografica di appartenenza della fondazione stessa) piuttosto che in fondi *value added*.



I fondi pensione e le assicurazioni investono invece in segmenti opposti rispetto alle fondazioni, come si nota in Figura 15. Tutti i fondi pensione del campione investono in uffici, mentre le fondazioni bancarie investono in un più ristretto numero di settori, tra i quali assume un certo rilievo il *social housing*.

Il mercato italiano dei fondi non quotati è dominato da fondi che investono in uffici e *retail*. Hotel e residenze sanitarie rappresentano invece una percentuale più esigua. Fatta eccezione per i fondi specializzati nel *social housing*, la maggior parte dei fondi è tendenzialmente multi-settore.

È importante sottolineare che l'esposizione verso fondi che investono in residenziale è giustificata da due ragioni principali. In parte è spiegata dalla presenza di fondi che investono in *social housing*, che sono coerenti con lo scopo sociale delle fondazioni bancarie. In altri casi, in particolare per i fondi pensione, è spiegata dall'apporto di parte del patrimonio immobiliare dello stesso investitore, che facilita in questo modo il processo di disinvestimento attraverso un veicolo più efficiente rispetto alla dismissione diretta.



## 5.4 Fondi immobiliari non quotati per area geografica

Gli investimenti all'estero sono molto rari tra gli investitori istituzionali italiani. Nello specifico, nel campione, meno dell'1% degli investimenti totali è allocato al di fuori dell'Italia. Questa situazione è eredità di un periodo in cui si poteva investire solo direttamente, e il mercato locale soddisfaceva perfettamente alle esigenze degli investitori istituzionali.

L'investimento indiretto, in particolar modo negli ultimi anni, ha conosciuto una spinta verso l'estero, anche se questo *trend* è al momento ancora limitato. Pochi investitori posseggono una struttura tale da poter effettuare investimenti internazionali attraverso fondi non quotati, e la conoscenza di altri mercati immobiliari, e della gestione degli investimenti immobiliari nello specifico, è ancora insufficiente.

## 6 STRATEGIE IMMOBILIARI E PRO E CONTRO DELL'INVESTIMENTO IN FONDI IMMOBILIARI NON QUOTATI

Tutti gli investitori, con o senza partecipazioni in fondi immobiliari non quotati, hanno elencato quali sono per loro le tre più importanti ragioni per investire e quelle per non investire in fondi immobiliari. Tutti gli intervistati tranne tre hanno risposto a queste domande.

### 6.1 I vantaggi dell'investimento in fondi immobiliari non quotati

La Figura 16 mostra che quasi la metà degli investitori era concorde nell'individuare le tre principali ragioni che spingono a investire in fondi non quotati: l'accesso a un management specializzato, una tassazione favorevole e la possibilità di diversificare il portafoglio complessivo degli investimenti.

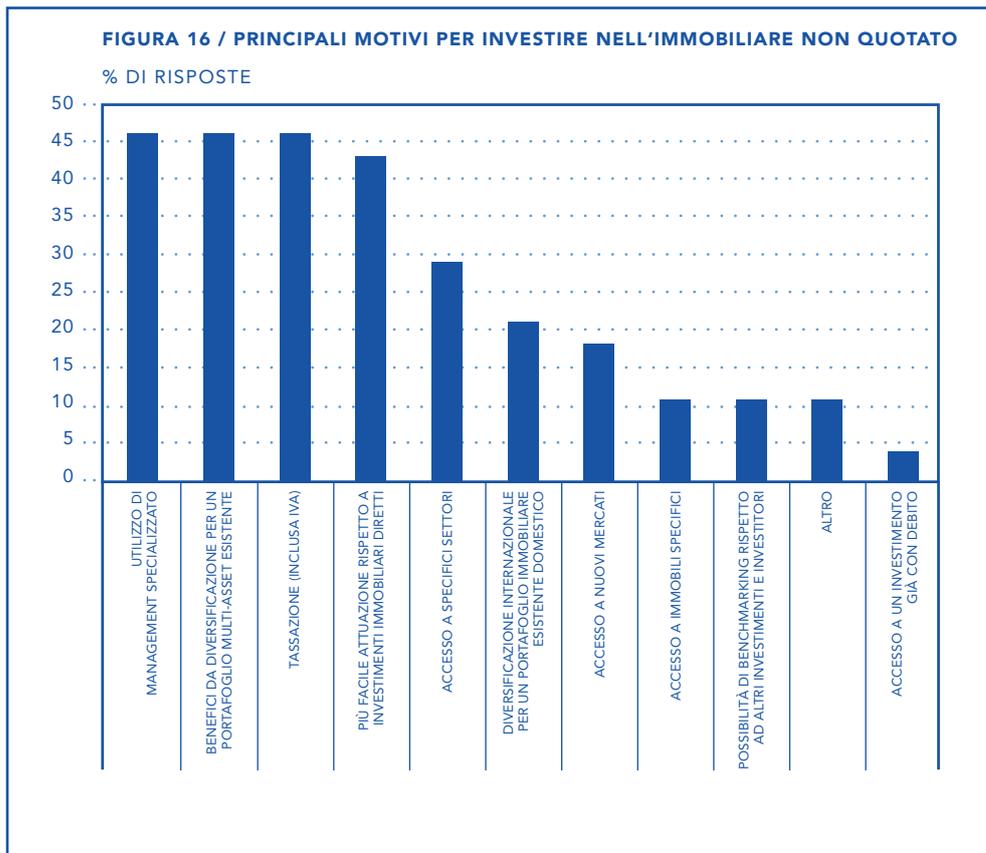
Secondo molti intervistati l'accesso a un management specializzato sta assumendo sempre più rilievo data la difficoltà di gestione di specifiche tipologie di immobili, quali per esempio il *retail* e gli hotel. Gli intervistati sostengono, inoltre, che i fondi immobiliari consentano di incrementare la diversificazione del proprio portafoglio. La tassazione ricopre un ruolo altrettanto importante, soprattutto per le casse di previdenza, che investendo attraverso fondi possono evitare il costo dell'IVA non rimborsabile al momento dell'acquisizione degli immobili.

Il 43% degli intervistati ha ritenuto anche che la più facile attuabilità di investimenti attraverso fondi rispetto all'investimento diretto fosse un'altra importante ragione per preferirli, soprattutto considerando le opportunità di timing del mercato.

L'accesso a specifici settori, la diversificazione internazionale per un portafoglio immobiliare domestico esistente e l'accesso a nuovi mercati sono considerate ragioni secondarie, ma allo stesso tempo con preferenze rispettivamente per il 29%, 21% e 18%.

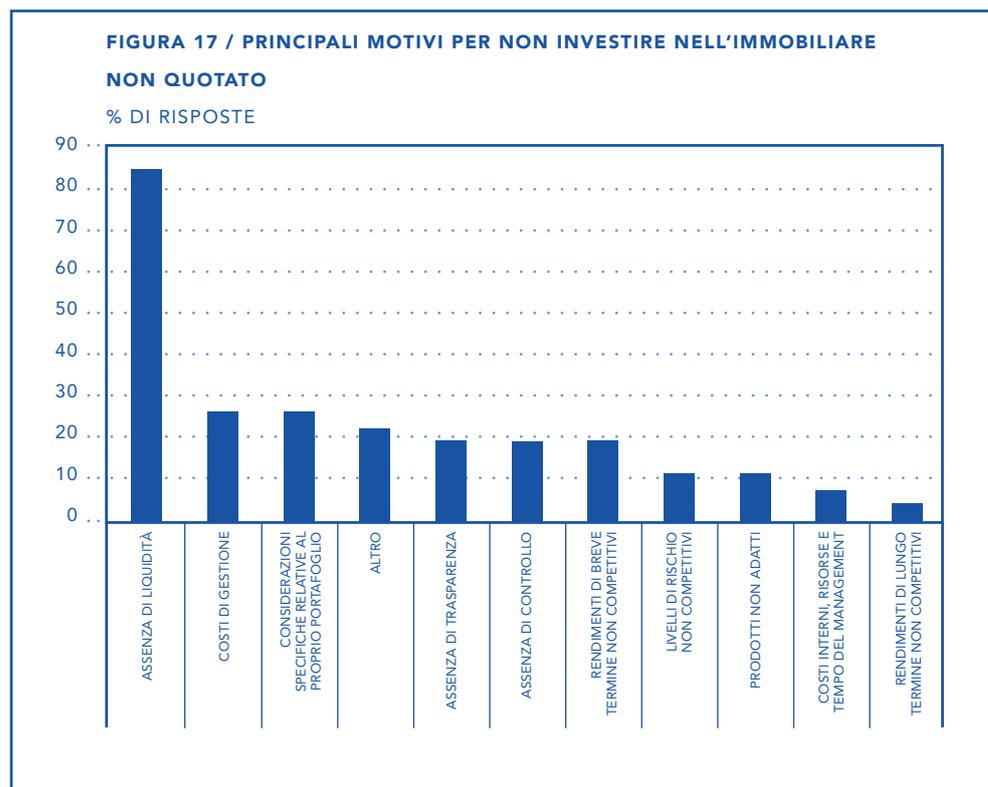
Non è stato invece ritenuta una ragione importante l'accesso a investimenti già parzialmente finanziati con debito, probabilmente data la scarsa propensione al rischio caratteristica delle varie tipologie di investitori intervistati, molti dei quali non prevedono l'utilizzo di debito negli investimenti.

Un fattore evidenziato da alcune assicurazioni, pur non essendo suggerito nel questionario, è la possibilità offerta dall'investimento in fondi immobiliari di bilanciare il portafogli delle diverse società che appartengono al gruppo assicurativo. Inoltre, gli investimenti indiretti sembrano garantire una maggiore flessibilità finanziaria e costi di transazione inferiori se confrontati con i costi degli investimenti diretti.



## 6.2 I limiti dell'investimento in fondi immobiliari non quotati

La Figura 17 evidenzia che il primo limite all'investimento in fondi immobiliari non quotati è la mancanza di liquidità delle quote (85%), specialmente considerando che il mercato italiano dei fondi è relativamente giovane. Gli investitori temono di non poter vendere le proprie quote per lo scarso sviluppo del mercato secondario e la poca liquidità, ritenuta inferiore anche a quella del sottostante mercato immobiliare. Le altre ragioni, come per esempio considerazioni specifiche interne o costi di gestione del fondo, sono percepite come meno importanti, ed evidenziate solo dal 26% degli intervistati. La mancanza di trasparenza e controllo sono ritenute un limite per il 19% degli intervistati, così come i rendimenti di breve termine. Altre ragioni legate ai rendimenti, all'assenza di prodotti adatti, ai costi interni, alle risorse e al tempo del management non sono ritenuti fattori negativamente rilevanti per la grande maggioranza degli intervistati.



Sono emerse anche altre aspetti interessanti durante le interviste. Per esempio, i nuovi fondi pensione hanno l'obbligo di investire in asset che prevedano una valutazione mensile, mentre i fondi immobiliari italiani hanno normalmente valutazioni solo ogni semestre (è tuttavia considerata una problematica minore, con alcune possibili soluzioni tecniche).

È importante sottolineare invece che alcuni investitori non hanno evidenziato alcuna preoccupazione riguardo l'investimento indiretto tramite fondi non quotati, riconoscendone invece tutti i vantaggi sopra elencati.

Nel complesso si può affermare che l'intero campione ha una buona opinione dei fondi immobiliari non quotati. Questo è confermato dal processo di cartolarizzazione di molti portafogli immobiliari, e dal fatto che gran parte dei nuovi investimenti sarà effettuata tramite questo strumento.

Molti dei commenti riguardo l'investimento immobiliare attraverso fondi non quotati sono positivi. Sorgono solo alcune preoccupazioni per quanto riguarda la scelta del gestore, identificando questo come un punto chiave dell'investimento stesso. Da un paio di intervistati è stata sollevata qualche perplessità in merito alla qualità di alcuni gestori italiani. La reputazione, le performance passate e la dimensione della massa gestita sono infatti tutti elementi fondamentali nella scelta del gestore.

## 6.3 Strategie di investimento in fondi immobiliari non quotati

Dalle interviste effettuate emerge la presenza di diverse strategie di investimento immobiliare. Sebbene la maggioranza degli intervistati abbia seguito finora un approccio di investimento diretto, negli ultimi anni si è verificato uno spostamento dall'investimento diretto a quello indiretto, per ragioni talvolta comuni a tutti, altre volte specifiche della tipologia di investitore.

Gli investitori stanno prendendo coscienza dei benefici che comporta l'investimento indiretto. Alcuni investitori istituzionali hanno quindi trasferito parte del loro portafoglio in fondi, o stanno investendo attraverso fondi dei quali sono unici investitori. In questo modo il fondo può avere strategie mirate, può usufruire di gestori specializzati e può beneficiare di riduzioni di imposta.

Molte fondazioni bancarie possiedono ancora una parte rilevante delle azioni della banca conferitaria e recentemente, a causa della crisi finanziaria e delle restrizioni di Basilea III, sono state costrette a investire in nuovi aumenti di capitale. Principalmente per tale ragione hanno al momento livelli di debito che non consentono di considerare nuove opportunità di investimento. Questa situazione crea notevole preoccupazione a molte delle fondazioni bancarie che faticano così ad avere una chiara strategia riguardo ai nuovi investimenti, inclusi quelli immobiliari. Molte fondazioni bancarie stanno però investendo in fondi di *social housing*, adempiendo in questo modo anche al loro scopo istituzionale.

Le assicurazioni guardano sempre più con interesse agli investimenti indiretti, anche con l'obiettivo di distribuire meglio l'allocazione tra le varie controllate del gruppo. A oggi, le assicurazioni di dimensione maggiore hanno anche istituito proprie società di gestione, finalizzate alla gestione sia di fondi costituiti con apporto di immobili propri, sia per terzi investitori. Altre assicurazioni reputano ancora ridotta la quota dei propri investimenti immobiliari e intendono incrementarla investendo in fondi immobiliari non quotati. In generale, per le assicurazioni il rendimento corrente da distribuzione dei proventi assume una maggiore rilevanza rispetto alle attese di rendimento totale, poiché ricercano flussi di cassa stabili e costanti, ma soprattutto per la grande incertezza relativa alla quota di rendimento atteso da incremento del valore del capitale.

I fondi pensione stanno spostando l'interesse dall'investimento diretto all'indiretto in due diversi modi. Alcuni investitori stanno conferendo gli immobili di proprietà a fondi, in particolare unità residenziali da dismettere, beneficiando della struttura del fondo immobiliare. Altri, invece, stanno indirizzando tutti i nuovi investimenti verso l'immobiliare indiretto, per via della migliore tassazione e della possibilità di usufruire di un management specializzato. Alcuni fondi pensione stanno considerando anche investimenti all'estero, affidandosi alla conoscenza del mercato estero dei gestori stranieri, e all'utilizzo di veicoli che agevolano tutte le operazioni *cross border*. In generale, molti fondi pensione stanno propendendo per una strategia prevalente di investimento indiretto, compresi quelli cui è comunque ancora permesso investire direttamente.

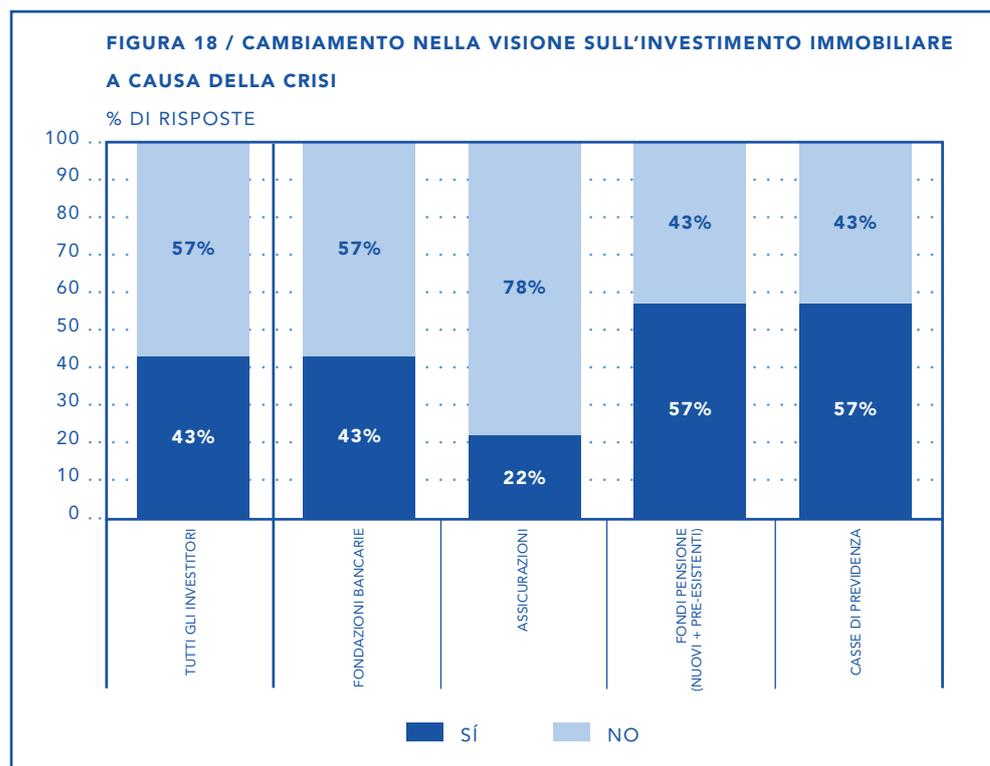
Infine, i nuovi fondi pensione che ancora non hanno investimenti immobiliari, stanno seriamente prendendo in considerazione la possibilità di investire in fondi non quotati, anche in funzione di come saranno risolte le problematiche operative di cui si è in precedenza fatto menzione.

## 7 PROSPETTIVE FUTURE DELL'INVESTIMENTO IMMOBILIARE

### 7.1 Cambiamenti nella visione sull'investimento immobiliare

Per quanto riguarda le prospettive future a tre anni si nota che in generale gli investitori si aspettano che gli investimenti totali saranno maggiori di quelli di oggi. Questo *trend* varia a seconda della tipologia di investitore, in parte in base alle dinamiche di investimento e disinvestimento, ma è principalmente influenzato anche dalla volatilità del mercato che in questo momento rende difficile ogni previsione. La maggior parte degli investitori ritiene di aver capitale per nuovi investimenti in un futuro prossimo, e continua ad avere una positiva opinione dell'investimento immobiliare.

Per meglio stimare i possibili futuri cambiamenti, è stato chiesto agli investitori se il loro punto di vista sugli investimenti immobiliari fosse cambiato in seguito alla crisi del mercato finanziario. La maggioranza afferma di non aver cambiato la propria opinione in merito, pur essendoci all'interno del campione delle differenze, principalmente a seconda della tipologia di investitore.



Gli investitori che hanno mantenuto una positiva opinione dell'investimento immobiliare lo spiegano attribuendogli importanti vantaggi. In primo luogo un investimento immobiliare permette di diversificare un portafoglio *multi-asset* e inoltre è caratterizzato da una bassa volatilità, se confrontata con altre classi di investimenti. Questo vantaggio viene percepito maggiormente soprattutto durante i periodi di crisi finanziaria. Molti investitori credono che l'immobiliare sia un ottimo investimento nel lungo termine, caratterizzato da bassi rischi e, soprattutto ora, con un rapporto rischio-rendimento migliore rispetto ad altre tipologie di investimento, come per esempio le obbligazioni.

Coloro che invece hanno una visione meno positiva dell'investimento immobiliare pensano che il livello di rischio sia aumentato e che oggi si richieda una più attenta e accurata selezione sia dell'investimento stesso, sia del gestore. Alcuni investitori si aspettano un'ulteriore riduzione nei prezzi degli immobili, specialmente in Italia, dove il processo di *repricing* è stato più lento rispetto ad altri paesi. Questo lascia pensare che alcuni investitori cercheranno alternative agli investimenti in Italia, spingendosi verso mercati esteri, soprattutto paesi emergenti. Anche gli investimenti in infrastrutture ed energia alternativa stanno guadagnando sempre più consensi.

Infine, agli intervistati è stato chiesto se, e in quale misura, cambierà la loro allocazione agli investimenti immobiliari nei prossimi tre anni. Solo pochi sono stati in grado di fornire un punto di vista preciso sulle possibili variazioni. Quasi due terzi del campione afferma che aumenterà il valore totale degli investimenti immobiliari, ma non hanno saputo specificare di quanto. Altri investitori, in particolare alcuni fondi pensione, vedono una diminuzione degli investimenti immobiliari, data l'attuale sovra allocazione. Questo *trend* però non è comune a tutti i fondi pensione.

Le fondazioni bancarie di maggiore dimensione sembrano aver aumentato il proprio interesse verso gli investimenti immobiliari indiretti. Sebbene il campione non sia totalmente rappresentativo, questo appare comunque un *trend* comune per questa categoria di investitori. I nuovi investimenti avverranno prevalentemente tramite fondi non quotati, anche se l'attività di investimento delle fondazioni, come si è detto, potrà essere limitata dalla necessità di sottoscrivere aumenti di capitale della banca conferitaria.

Le principali assicurazioni stanno trasformando i propri investimenti da diretti a indiretti, conferendo i propri immobili in fondi principalmente gestiti da società di gestione interne. Anche le assicurazioni non coinvolte in questo processo stanno ancora considerando di incrementare gli investimenti in fondi non quotati, piuttosto che investire direttamente. I nuovi investimenti dei fondi pensione saranno anch'essi tramite fondi non quotati. Infine, le principali casse di previdenza stanno considerando un incremento nella propria allocazione all'investimento immobiliare.

I nuovi fondi pensione stanno valutando di investire attraverso fondi immobiliari non quotati per meglio bilanciare i loro portafogli *multi-asset*. Al momento della ricerca, un nuovo fondo pensione stava richiedendo a Covip l'autorizzazione per un investimento in fondi immobiliari. Altri nuovi fondi pensione sono in attesa dell'esito di questo primo tentativo che potrebbe aprire la strada a nuovi investitori, creando indubbiamente un importante flusso verso l'investimento immobiliare indiretto. Considerando poi che al momento questi investitori non hanno investimenti immobiliari di nessun genere, è probabile che nei prossimi anni seguano lo stesso percorso dei fondi pensione, che rappresentano un quarto del totale degli investimenti immobiliari. Se raggiungessero la stessa percentuale di allocazione all'investimento immobiliare dei fondi pre-esistenti, pari al 17%, nei prossimi anni si potrebbero stimare circa 5,8 miliardi di nuovi investimenti che potrebbero confluire verso fondi non quotati.

In conclusione, considerando la propensione all'aumento degli investimenti immobiliari della maggior parte delle categorie di investitori (in particolare per i nuovi fondi pensione), e il *trend* generale di spostamento verso l'investimento indiretto, è probabile assumere che gli investitori istituzionali italiani incrementeranno gli investimenti immobiliari, soprattutto in fondi immobiliari non quotati.

Inoltre, dato che la crescita attesa del mercato in tre anni si attesta intorno al 16,2%, l'effetto combinato potrebbe portare la percentuale di investimenti immobiliari dal 6,9% al 7,6% del totale degli investimenti. Si ipotizza che circa metà dell'investimento immobiliare sarà in forma indiretta, per un ammontare complessivo di €24,6 miliardi. Poiché si ipotizza anche che rispetto alle altre forme indirette permanga la preferenza per l'investimento in fondi non quotati, si stima un volume potenziale di nuovi investimenti in questi strumenti pari a €10,7 miliardi.

## APPENDICE A

# INVESTIMENTI IMMOBILIARI INDIRETTI IN ITALIA: FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE ITALIANI E SIIQ

## Fondi comuni di investimento immobiliare

I fondi comuni di investimento immobiliare sono fondi chiusi con fiscalità agevolata che investono prevalentemente (almeno due terzi del valore complessivo del fondo) in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. Un fondo comune è un patrimonio autonomo di una pluralità di investitori che, con la sottoscrizione delle quote del fondo, delegano l'attività di investimento e gestione a una Società di Gestione del Risparmio (SGR).

### ASPETTI REGOLAMENTARI

I fondi immobiliari sono regolati da norme contenute in differenti decreti e regolamenti della Banca d'Italia, del Ministero dell'Economia e delle Finanze e della CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa). Una banca depositaria custodisce i conti correnti e calcola il NAV.

I fondi immobiliari possono essere classificati in base alla tipologia di investitori cui le quote sono destinate distinguendo tra i fondi per il pubblico indistinto (cd. fondi *retail*) e i fondi riservati a investitori qualificati (per cui le restrizioni sugli investimenti sono meno stringenti). Esistono anche fondi speculativi che rappresentano una tipologia particolare con un valore minimo della quota di €500.000 e un numero di partecipanti non superiore a 200; hanno regole meno stringenti rispetto ai fondi immobiliari ordinari e, in particolare, sono caratterizzati dall'assenza di un limite all'indebitamento.

I fondi possono essere classificati anche in base alla modalità di costituzione tra fondi a raccolta (chiusi o con riaperture delle sottoscrizioni) e fondi ad apporto (pubblico, privato e misto).

Le attività necessarie al corretto funzionamento di un fondo immobiliare (gestione, controllo e *governance*) sono svolte da un insieme eterogeneo di soggetti, che possono essere divisi in soggetti interni ed esterni. Tra i primi, i più importanti sono la Società di Gestione del Risparmio (SGR), il Comitato Investimenti, il Comitato Consultivo e l'Assemblea dei Sottoscrittori.

I soggetti esterni coinvolti nelle operazioni del fondo sono rappresentati dalle autorità di controllo (Banca d'Italia e CONSOB), dalla banca depositaria, dagli esperti indipendenti, da consulenti esterni e da altri fornitori di servizi (quali *project manager*, *property manager* e *facility manager*).

La Società di Gestione del Risparmio (SGR), che deve assumere, all'atto della costituzione, la veste giuridica di Società per Azioni, costituisce il nucleo del meccanismo di funzionamento e gestione di un fondo immobiliare. Le SGR devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia che ne verifica l'adempimento agli obblighi normativi e la sussistenza di un'adeguata struttura organizzativa, così da poter accertare l'esistenza delle condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione del fondo. Le SGR autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, che ne comunica l'iscrizione alla CONSOB. In virtù di una delega

degli investitori, la SGR svolge l'attività gestoria del patrimonio del fondo, assumendosene la piena responsabilità. La SGR può offrire quote dei fondi in altri stati membri dell'Unione Europea, in accordo con la normativa definita da Banca d'Italia e in paesi extra UE, con l'autorizzazione di Banca d'Italia. In entrambi i casi l'offerta alla sottoscrizione delle quote è soggetta alle leggi e alle norme dei paesi esteri coinvolti.

Le attività di un fondo immobiliare sono gestite in conformità a un regolamento, redatto dalla SGR e inviato alla Banca d'Italia, che definisce gli aspetti principali della gestione e del funzionamento del fondo.

## REGOLE DI INVESTIMENTO

Numerose regole operative sono state definite dal legislatore al fine di evitare potenziali disallineamenti di interessi tra i diversi soggetti coinvolti nel funzionamento dei fondi immobiliari. Gli investimenti di un fondo immobiliare devono seguire le direttive stabilite dal regolamento. In particolare, ci sono alcuni limiti che si applicano a tutti i fondi immobiliari, e altri vincoli o eccezioni che riguardano solo particolari tipologie.

Nella prima categoria rientrano le regole che riguardano i beni in cui i fondi immobiliari possono investire. Secondo la legislazione italiana, un fondo immobiliare può investire in strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati, strumenti finanziari non quotati, depositi bancari, beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, crediti e titoli rappresentativi di crediti e ogni altro bene per il quale esiste un mercato per cui vi sia un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale. Tuttavia il patrimonio del fondo deve essere investito in misura uguale o superiore ai due terzi del valore complessivo del fondo in beni immobili, diritti reali in immobili e partecipazioni in società immobiliari entro 24 mesi dall'inizio dell'operatività. Al fine di garantire agli investitori l'opportunità di liquidare il loro investimento nel fondo, la legge prevede che, qualora il valore unitario delle quote di un fondo non riservato sia inferiore a €25.000, sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato. La relativa richiesta di ammissione delle quote alla negoziazione deve essere effettuata dalla SGR entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta iniziale.

Al fine di evitare un'eccessiva concentrazione del rischio e di promuovere efficaci strategie di diversificazione, il patrimonio del fondo immobiliare può essere investito, direttamente o attraverso società controllate, in misura superiore a un terzo delle proprie attività in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie; è inoltre preclusa l'attività diretta di costruzione.

Infine, il termine di durata dei fondi deve essere coerente con la natura degli investimenti e non può essere superiore a 50 anni. La Banca d'Italia può consentire una proroga del termine di durata, non superiore a tre anni, qualora richiesto per il completamento dello smobilizzo degli investimenti.

Alcune delle precedenti disposizioni e limiti relativi alla concentrazione del rischio non trovano applicazione qualora il fondo sia riservato a investitori qualificati. In particolare, questi fondi non hanno l'obbligo di diversificare gli investimenti e possono concentrare il rischio su alcune specifiche operazioni; possono inoltre operare in conflitto di interessi con gli azionisti della SGR (a eccezione degli amministratori, del direttore generale e dei sindaci) fino al 100% del valore del fondo e possono acquisire, cedere o conferire beni il cui valore sia superiore al limite del 10% del valore del fondo. I fondi riservati e speculativi possono effettuare investimenti in deroga ai limiti generali imposti da Banca d'Italia relativamente alla concentrazione del rischio. Infine, i soli fondi speculativi possono beneficiare anche di una maggiore discrezionalità nella scelta dei beni oggetto di investimento. Questi ultimi non sono soggetti alle regole riguardanti le tipologie di beni in cui possono investire,

anche se le stesse devono essere esplicitamente riportate nel regolamento; permane tuttavia il vincolo della prevalenza (almeno i due terzi) dell'investimento immobiliare.

Altre regole riguardano i rapporti con gli investitori e la *disclosure* di informazioni. Il NAV deve essere calcolato almeno ogni 6 mesi in modo tale da fornire sufficienti informazioni ai quotisti e al mercato. Questa norma richiede che tutti i beni, inclusi gli immobili, siano valutati da un esperto indipendente esterno.

I fondi immobiliari possono assumere prestiti, direttamente o tramite società controllate, nel limite del 60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20% del valore degli altri beni. Queste regole non si applicano ai fondi immobiliari speculativi che non hanno alcun vincolo di leva finanziaria, fermo restando il divieto di emissione di prestiti obbligazionari.

### ASPETTI FISCALI

La normativa fiscale è stata oggetto di numerosi cambiamenti dalla nascita dei fondi immobiliari. Oggi i fondi immobiliari non sono soggetti passivi IRES (Imposta sui Redditi delle Società) e IRAP (Imposta Regionale sulle Attività Produttive). Inoltre, i redditi da capitale conseguiti dal fondo sono percepiti al lordo delle ritenute o delle imposte sostitutive applicabili in via ordinaria (il fondo è un soggetto "lordista").

I proventi dei fondi immobiliari sono tassati in capo ai percettori finali in base al loro status fiscale. Si distingue tra:

- investitori qualificati (come enti pubblici e locali, compagnie di assicurazioni, banche, etc.) e investitori non rilevanti: in occasione della distribuzione dei proventi da parte del fondo si applica, nella maggior parte dei casi, una ritenuta del 20%. La ritenuta è a titolo di imposta per tutti i soggetti che non operano in regime di reddito di impresa per i quali i proventi concorrono alla formazione del reddito imponibile;
- investitori rilevanti (con una quota maggiore del 5%): sono soggetti a tassazione "per trasparenza" della quota dell'utile di competenza conseguito dal fondo in ciascun esercizio;
- per i soggetti non residenti la tassazione per trasparenza è sempre effettuata con l'applicazione della ritenuta alla fonte al momento della distribuzione.

### SIIQ

Le Società di Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ) sono state introdotte nell'ordinamento italiano nel 2007. Si tratta essenzialmente di società immobiliari quotate specializzate nelle locazioni, che beneficiano di agevolazioni fiscali rispettando determinati requisiti fissati dalla normativa. In particolare, hanno la possibilità di adottare un sistema di tassazione connotato dalla trasparenza fiscale, in virtù del quale i redditi derivanti dalle attività di locazione immobiliare non sono assoggettati a imposizione IRES e IRAP in capo alla società, ma direttamente e integralmente in capo ai soci della stessa sotto forma di ritenuta a titolo di acconto (per i soggetti imprenditori) o a titolo di imposta (per gli altri soggetti). Al fine di ottenere lo status di SIIQ, devono rispettare una serie di requisiti nel seguito sintetizzati:

- la società deve essere costituita in forma di Società per Azioni e deve essere residente, ai fini fiscali, nel territorio dello Stato italiano e le azioni devono essere negoziate in mercati regolamentati;

- nessun socio deve possedere, direttamente o indirettamente, oltre il 51% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e il 51% dei diritti di partecipazione agli utili della SIIQ ("requisito del controllo");
- almeno il 35% delle azioni deve essere detenuto da soci che non possiedono, al momento dell'esercizio dell'opzione per il regime speciale, direttamente o indirettamente, più del 2% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più del 2% dei diritti di partecipazione agli utili societari ("requisito del flottante");
- la società deve svolgere in via prevalente l'attività di locazione immobiliare (c.d. gestione esente), che si ritiene svolta in via prevalente qualora vengano rispettati due parametri rispettivamente di natura patrimoniale e reddituale:
  - gli immobili destinati alla locazione immobiliare devono rappresentare almeno l'80% dell'attivo patrimoniale (c.d. *asset test*);
  - in ciascun esercizio i ricavi provenienti dall'attività di locazione immobiliare devono rappresentare almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico (c.d. *profit test*).

L'effetto principale dell'adozione del regime SIIQ è l'esenzione del reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare ai fini IRES e IRAP. La parte di utile civilistico corrispondente a tali redditi è poi assoggettata a imposizione direttamente in capo ai soci. La tassazione, all'atto della distribuzione dei dividendi, avviene attraverso l'applicazione di una ritenuta a titolo di acconto o a titolo di imposta a seconda dei soggetti percettori. Il reddito di impresa derivante dall'esercizio di attività diverse dalla locazione immobiliare (c.d. gestione imponibile), tra cui anche le plusvalenze relative alla vendita di immobili o di partecipazioni in altre SIIQ, è invece tassato ai fini IRES e IRAP secondo le regole ordinarie.

Questo sistema di agevolazione fiscale richiede tuttavia una serie di obblighi da parte della società. Innanzitutto l'opzione per il regime speciale comporta l'obbligo, in ciascun esercizio, di distribuire ai soci almeno l'85% dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso delle partecipazioni in SIIQ (l'utile rilevante è "l'utile netto del conto economico derivante dalla gestione esente disponibile, in base alle regole civilistiche, per la distribuzione ai soci"). In secondo luogo, l'esercizio dell'opzione comporta per la società il realizzo a valore normale degli immobili nonché dei diritti reali su immobili destinati alla locazione posseduti dalla società alla data di chiusura dell'ultimo esercizio in regime ordinario. Le plusvalenze che risultano dal confronto tra il valore normale (meglio noto come *fair value* nei principi contabili internazionali) degli immobili e dei diritti reali immobiliari e il loro costo fiscalmente riconosciuto, al netto delle eventuali minusvalenze, sono quindi assoggettate ad imposta sostitutiva delle imposte IRES e IRAP nella misura del 20%. Tale imposta sostitutiva ("imposta di ingresso"), che può essere applicata solo qualora la società mantenga la proprietà degli immobili o dei diritti reali sugli immobili per almeno tre anni, deve essere versata in un massimo di cinque rate annuali di pari importo. In terzo luogo, sussiste l'obbligo per la società che ha adottato il regime speciale di tenere contabilità separate per distinguere i fatti relativi alla gestione esente da quelli relativi alla gestione.

Lo status di SIIQ può essere perso per una serie di motivi, tra i quali la mancata osservanza dell'obbligo di distribuzione di almeno l'85% dell'utile netto disponibile derivante dall'attività di locazione immobiliare, il superamento da parte di un socio del requisito del controllo, il mancato rispetto dei c.d. requisiti oggettivi. La perdita dello status di SIIQ non comporta alcuna sanzione, anche se vengono meno i benefici fiscali dall'anno stesso o da quello seguente a quello in cui i requisiti vengono violati.

Attualmente in Italia ci sono solo due SIIQ. Le altre società immobiliari sono prevalentemente *developer* o società di servizi, con una capitalizzazione di mercato limitata e un flottante ridotto, e pertanto non possono essere considerati come un investimento immobiliare indiretto.

## APPENDICE B

### FONDI PENSIONE ITALIANI

Il sistema pensionistico italiano è stato riformato di frequente negli ultimi vent'anni. Le forme pensionistiche si distinguono a seconda del servizio che offrono e la legge italiana le suddivide in Tre Pilastri:

1. Enti previdenziali pubblici e casse di previdenza.
2. Fondi pensione pre-esistenti e nuovi fondi pensione.
3. Piani Individuali Pensionistici.

La pensione obbligatoria (cioè derivante dal pagamento dei contributi obbligatori per legge) costituisce il Primo Pilastro della previdenza. Questo pilastro è composto sia da enti pubblici che privati. A seguito delle più recenti riforme governative, il processo di riordino e semplificazione organizzativa è culminato con la recente fusione per incorporazione, a decorrere dal 1 gennaio 2012, dell'ENPALS e dell'INPDAP nell'INPS. Pertanto, l'INPS è attualmente l'unico ente pubblico di previdenza di primo pilastro. Le casse di previdenza per le diverse categorie di professionisti sono invece 22.

Gli enti pubblici hanno avuto, sin dalla loro istituzione, la possibilità di investire direttamente in immobili. Non essendo investitori privati, non rientrano in questo studio. Nel 1996 è stata introdotta una norma che non permetteva più di investire direttamente in immobili, fatta eccezione per quelli strumentali. Successivamente, l'applicazione di una direttiva europea nel 2008 ha dettato un limite agli investimenti immobiliari, pari al 7% degli investimenti totali, e ha imposto che tutti i nuovi investimenti fossero in forma indiretta. È ancora in corso la dismissione degli immobili in eccesso – si tratta principalmente di uffici e residenziale – sia attraverso la vendita diretta, sia attraverso il conferimento degli immobili in fondi dei quali verranno poi distribuite le quote.

I nuovi fondi pensione e i pre-esistenti, ossia il Secondo Pilastro, e i P.I.P., ossia il Terzo Pilastro del sistema pensionistico italiano, rappresentano le forme pensionistiche complementari, su base collettiva e su base individuale. I nuovi fondi pensione furono istituiti con il D.lgs. 124/93 per rinforzare il sistema pensionistico italiano, e sono stati poi riformati diverse volte nel corso degli anni successivi. Alcuni fondi pensione complementari risalgono a prima del 1993 e vengono per questo chiamati pre-esistenti.

I nuovi fondi pensione sono istituiti da banche, assicurazioni, Società di Gestione del Risparmio (SGR) e Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) e si distinguono in fondi aperti e in fondi chiusi. Ai fondi aperti può iscriversi chiunque mentre ai fondi chiusi, possono invece iscriversi solo i lavoratori che appartengono a un determinato gruppo (dipendenti di un'azienda o di un gruppo di aziende, lavoratori appartenenti a una categoria, a un comparto o a un raggruppamento territoriale).

I P.I.P. sono polizze assicurative (contratti di assicurazione sulla vita a scopo previdenziale) e sono schemi a base individuale.

Ai nuovi fondi pensione e ai P.I.P. è permesso investire solo indirettamente nel mercato immobiliare, mentre ai fondi pre-esistenti sono concessi investimenti diretti e indiretti, ragione per cui ricoprono un ruolo importante nel mercato.

Ulteriori informazioni su Assoimmobiliare sono disponibili sul sito [www.assoimmobiliare.it](http://www.assoimmobiliare.it) o [sara.ludovici@assoimmobiliare.it](mailto:sara.ludovici@assoimmobiliare.it)

**'NREV**