

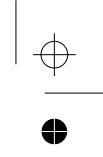
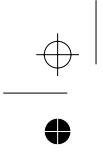
# La gestione del fondo immobiliare

Rischio, diversificazione e pianificazione



prefazione di Massimo Caputi

*Contributi di*  
Sergio Beretta  
Claudio Cacciamani  
Carlo Dottarelli  
Claudio Giannotti  
Federica Ielasi  
Gianluca Mattarocci  
Claudio Porzio  
Gabriele Sampognaro



# Indice

**Prefazione***di Massimo Caputi**IX***Introduzione***di Claudio Giannotti**I***1 I fondi immobiliari: quadro normativo e profili contabili***di Carlo Dottarelli**5*

1.1 I fondi comuni di investimento

*5*

1.1.1 La gestione collettiva del risparmio

*5*

1.1.2 Definizione di «fondo comune»

*6*

1.2 Il fondo immobiliare: definizione e tipologie

*9*

1.2.1 Le fonti normative

*9*

1.2.2 Definizione di «fondo immobiliare»

*10*

1.2.3 I fondi ad apporto pubblico

*11*

1.2.4 I fondi a raccolta

*12*

1.2.5 I fondi ad apporto privato

*12*

1.3 La disciplina generale dei fondi immobiliari

*13*

1.3.1 Il conferimento di beni immobili

*13*

1.3.2 Disciplina del conflitto di interessi

*14*

1.3.3 Gli esperti indipendenti

*15*

1.3.4 I fondi «semichiusi»

*16*

1.3.5 Quotazione

*17*

1.3.6 L'assunzione di prestiti

*17*

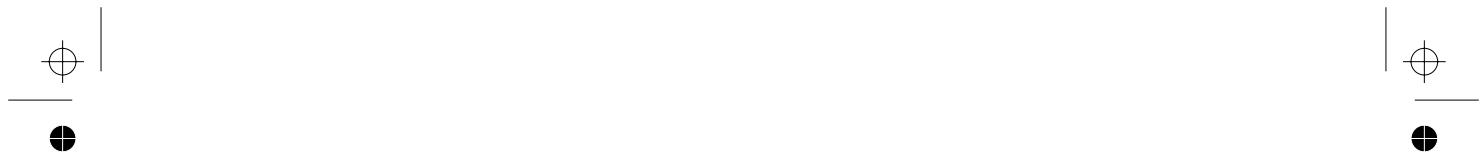
1.3.7 Il regolamento di gestione

*18*

1.3.8 Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio	21
1.4 Profili contabili dei fondi immobiliari	21
1.4.1 Schemi-tipo e modalità di redazione dei prospetti	22
1.4.2 Criteri di valutazione del patrimonio del fondo	28
1.4.3 Criteri di valutazione dei beni immobili	28
1.5 Cenni sugli aspetti fiscali dei fondi immobiliari	30
1.5.1 Il regime tributario ai fini delle imposte sui redditi	30
1.5.2 Il regime tributario dei partecipanti	30
1.5.3 Il regime tributario ai fini IVA	31
1.5.4 Le novità introdotte dal decreto legge 4 luglio 2006, n. 223	32
<b>2 Il business plan del fondo immobiliare</b> <i>di Sergio Beretta</i>	33
2.1 Introduzione	33
2.2 Il business plan del fondo immobiliare: profili generali e obiettivi	34
2.3 I soggetti coinvolti nella redazione del business plan	36
2.4 Fasi di redazione del business plan	37
2.5 I prospetti analitici per ogni immobile	38
2.5.1 I canoni di locazione, gli altri proventi e le perdite su crediti	38
2.5.2 Gli oneri di gestione immobiliare e le spese generali di diretta imputazione	46
2.5.3 Le CAPEX, le opere di valorizzazione e il valore patrimoniale degli immobili	47
2.6 Le linee strategiche e operative di gestione	49
2.6.1 Le compravendite immobiliari	49
2.6.2 I finanziamenti	51
2.6.3 Le spese generali	53
2.7 Il conto economico, lo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario	55
2.8 Conclusione	59
<b>3 I fondi immobiliari retail quotati: andamento e prospettive</b> <i>di Claudio Cacciamani e Federica Ielasi</i>	61
3.1 Premessa	61

3.2	I fondi immobiliari quotati: un confronto sulle politiche di investimento e sulle performance	63
3.3	Le possibili cause alla base della valutazione a sconto dei fondi quotati	80
3.4	Conclusioni	87
	Bibliografia	87
<b>4</b>	<b>La misurazione del rischio negli investimenti immobiliari diretti <i>di Claudio Porzio e Gabriele Sampagnaro</i></b>	<b>91</b>
4.1	Introduzione	91
4.2	Il real estate come asset class: elementi di analisi	92
4.3	La valutazione degli immobili: considerazioni preliminari	96
4.3.1	Modello di capitalizzazione diretta vs. DCF	98
4.4	Il rischio immobiliare: lineamenti e tendenze nella ricerca teorica	101
4.5	La componente di prevedibilità dei rendimenti immobiliari e il fenomeno di smoothing	105
4.6	L'incertezza della valutazione	107
4.6.1	L'incertezza nel metodo della capitalizzazione diretta: una simulazione	110
4.6.2	Incertezza e metodo DCF	115
4.7	Conclusioni	120
	Appendice algebrica	122
	Bibliografia	124
<b>5</b>	<b>La costruzione di un portafoglio immobiliare e i criteri di diversificazione <i>di Claudio Giannotti e Gianluca Mattarocci</i></b>	<b>129</b>
5.1	Introduzione	129
5.2	Gli indicatori di convenienza economica degli investimenti immobiliari: caratteristiche e limiti	130
5.3	La costruzione della frontiera efficiente negli investimenti immobiliari	134
5.3.1	La metodologia della frontiera efficiente	134

5.3.2 Le applicazioni della frontiera efficiente alla finanza immobiliare	137
5.3.3 I limiti per l'applicazione agli investimenti immobiliari	140
5.4 I criteri di diversificazione	148
5.4.1 L'efficacia della diversificazione per locatario	150
5.4.2 L'impatto della diversificazione per rischio endogeno	151
5.4.3 La rilevanza del rischio esogeno nel portafoglio immobiliare	152
5.4.4 I benefici e i costi del debito nell'investimento immobiliare	154
5.5 La valutazione di un portafoglio immobiliare	155
5.5.1 La descrizione del campione	155
5.5.2 Analisi dei profili rendimento-rischio di un portafoglio immobiliare	157
5.5.3 La proposta di un modello integrato di valutazione dell'investimento immobiliare	168
5.6 Conclusioni	169
Bibliografia	171
<b>Conclusioni</b> <i>di Claudio Giannotti</i>	179
<b>Gli Autori</b>	187



# 1 I fondi immobiliari: quadro normativo e profili contabili

di Carlo Dottarelli\*

## 1.1 I fondi comuni di investimento

### 1.1.1 La gestione collettiva del risparmio

Cosa si intende concretamente per «gestione collettiva del risparmio»?

Essa è una delle due forme della più ampia famiglia del «risparmio gestito». Il risparmio gestito si estrinseca, infatti, in due modi:

- attraverso la gestione individuale di portafogli d'investimento;
- attraverso la gestione collettiva del risparmio.

La prima<sup>1</sup> si realizza attraverso la stipula di un contratto in forma scritta contenente alcune disposizioni fissate dalla legge con il quale i soggetti abilitati a svolgere il presente servizio<sup>2</sup> si impegnano a gestire in modo individuale, ovvero esclusivamente a favore di *un determinato cliente*, il portafoglio dello stesso.

Per quanto riguarda la seconda, la definizione è contenuta nel D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito: il Testo Unico della Finanza o TUF).

L'art. 1, comma 1, lett. *n*, afferma che essa è «il servizio che si realizza attraverso:

1. la promozione, l'istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
2. la gestione del patrimonio di OICR<sup>3</sup>, di propria o altrui istituzione, mediante

\* Direttore Amministrazione e Finanza, Fimit SGR SpA.

<sup>1</sup> Cfr. art. 24 del Testo Unico della Finanza.

<sup>2</sup> Le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio e le banche.

<sup>3</sup> Organismi di investimento collettivo del risparmio.



l’investimento avente a oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili».

La grande differenza tra i due modi di gestire il risparmio è il numero di soggetti per il quale il servizio viene offerto. La gestione collettiva implica che l’attività venga svolta per una pluralità di risparmiatori; al contrario, ovviamente, quella individuale.

Diversi sono anche i «mezzi» con i quali si concretizzano i servizi. La gestione collettiva avviene attraverso la gestione del patrimonio di OICR di cui i fondi comuni d’investimento sono gli strumenti più diffusi<sup>4</sup>, quella individuale attraverso la gestione di un portafoglio intestato al singolo cliente, sul quale esso ha anche la possibilità di intervenire, sempre attraverso il gestore, e del quale all’inizio del mandato traccia, insieme al gestore, le linee guida.

Il soggetto autorizzato a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio è la società di gestione del risparmio (la «SGR»), che deve essere costituita in forma di società per azioni e avere sede legale e direzione generale in Italia<sup>5</sup>.

Di seguito ci occuperemo della gestione collettiva del risparmio, attuata mediante la gestione di fondi comuni d’investimento.

### 1.1.2 Definizione di «fondo comune»

La definizione di fondo comune d’investimento è data dall’art. 1, comma 1, lett. *j*, del Testo Unico della Finanza; esso è «il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte; il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote».

Iniziamo a esaminare cosa si intenda per «patrimonio autonomo».

Il patrimonio del fondo può essere investito, ai sensi del D.M. 24 maggio 1999, n. 228 (di seguito: il D.M. 228/1999) nei seguenti beni:

- a.* strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato;
- b.* strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato;
- c.* depositi bancari di denaro;
- d.* beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- e.* crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- f.* altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale<sup>6</sup>.

Il fondo comune d’investimento è gestito dalla società di gestione del rispar-

---

<sup>4</sup> Altro importante OICR è la SICAV (Società di investimento collettivo a capitale variabile).

<sup>5</sup> Cfr. art. 1, comma 1, lett. *o*, del Testo unico della Finanza.

<sup>6</sup> Cfr. art. 4, comma 2, del D.M. 228/1999.

mio che lo istituito o da altra SGR, su delega di quella istitutrice<sup>7</sup>. È evidente che la SGR possieda un proprio patrimonio. Questo deve essere sempre tenuto distinto, separato, *autonomo*, rispetto a quello del fondo comune gestito. La SGR deve dotarsi, quindi, di un organizzazione interna che gli permetta di tenere separati agevolmente i patrimoni, il proprio e quelli dei fondi da essa gestiti.

Tornando alla definizione data dal Testo Unico della Finanza, il fondo comune d'investimento è quindi un patrimonio autonomo da quello della SGR, «suddiviso in quote». Il patrimonio del fondo è rappresentato quindi da quote. Il risparmiatore che decide di avvalersi della gestione collettiva del risparmio, tramite un fondo comune d'investimento, sottoscriverà quote del fondo stesso. Risparmio (in genere denaro, ma vedremo che non è sempre così) a fronte di quote del fondo emesse dalla SGR. Al momento dell'uscita del risparmiatore dal fondo (o della liquidazione dello stesso), ci sarà l'annullamento delle quote e la rimessa del controvalore in denaro. È evidente che il patrimonio del fondo, valorizzato secondo criteri di cui si parlerà diffusamente più avanti, diviso per il numero delle quote, esprime il valore di ogni singola quota.

Le quote di un fondo comune di investimento sono «strumenti finanziari»<sup>8</sup> al pari delle azioni, delle obbligazioni, dei titoli di stato, dei contratti derivati ecc. Spesso si afferma che il fondo comune di investimento è uno strumento finanziario, in realtà sono le quote rappresentative dello stesso a esserlo.

Come si è già accennato precedentemente, il fondo comune d'investimento è lo strumento più diffuso per la gestione collettiva del risparmio. Si è detto che al fondo comune d'investimento possono aderire una «pluralità di partecipanti». Il risparmiatore di Roma può aderire allo stesso fondo comune a cui aderisce il risparmiatore di Milano o Londra. Risparmiatori più o meno facoltosi potranno aderire con maggiori o minori capitali allo stesso fondo.

Maggiori saranno i capitali investiti nel fondo, maggiore sarà il patrimonio dello stesso, ma il valore della singola quota dipenderà soprattutto dal gestore del fondo, ovvero da come i capitali sono investiti. È ovvio che più è consistente il patrimonio del fondo, maggiori sono le opportunità per il gestore di sfruttare opportunità di mercato e prezzi favorevoli, ma il valore del fondo dipende soprattutto su *cosa* si investono i capitali disponibili, siano essi enormi o limitati, e da quale ritorno economico ne provenga.

Il patrimonio del fondo può essere «sia aperto che chiuso»<sup>9</sup>. Il fondo aperto è quello «i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo»; il fondo chiuso è il fondo «in cui il diritto al rimborso delle quote viene

<sup>7</sup> Cfr. art. 36, comma 1, del Testo Unico della Finanza.

<sup>8</sup> Cfr. art. 1, comma 2, lett. c, del Testo Unico della Finanza.

<sup>9</sup> Sono istituiti in forma chiusa i fondi il cui patrimonio è investito, nei limiti e secondo i criteri stabiliti da Banca d'Italia, nei beni di cui alle lett. d, e e f, nonché nei beni indicati alla lett. b di cui all'elenco precedente, diversi dalle quote di OICR aperti, in misura superiore al 10 per cento.

riconosciuto ai partecipanti a scadenze predeterminate»<sup>10</sup>. L'uscita da un fondo aperto è, quindi, molto più agevole rispetto a quella da un fondo chiuso, per il quale il partecipante ha pochi momenti, stabiliti a priori, di far valere il proprio diritto di vedersi liquidato il controvalore del proprio investimento.

La normativa prevede però alcuni *escamotage* per non penalizzare troppo i partecipanti a un fondo chiuso che, per un qualsiasi motivo, dovessero avere necessità o ritenessero opportuno monetizzare il proprio investimento anticipatamente rispetto alle scadenze prefissate: il primo è quello della negoziazione del titolo su un mercato regolamentato. Esiste infatti la possibilità, e in alcuni casi l'obbligo<sup>11</sup>, per le SGR di richiedere l'ammissione a quotazione dei fondi chiusi gestiti. La quotazione del fondo chiuso permette al partecipante al fondo medesimo la possibilità di vendere le proprie quote sul mercato al prezzo negoziato al momento della compravendita. È evidente che tale prezzo risulterà per lo più inferiore al valore di liquidazione alla scadenza naturale del titolo.

La seconda strada per vedersi rimborsate anticipatamente una parte del capitale investito è legata a una decisione della SGR che in presenza di determinate condizioni<sup>12</sup> può stabilire di provvedere, per l'appunto, al rimborso anticipato parziale delle quote ai partecipanti.

Ultima caratteristica dei fondi comuni individuata dal TUF è quella che il loro patrimonio «può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote».

Per quanto riguarda i fondi aperti, la sottoscrizione delle quote ha luogo o mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione o, nel caso in cui il regolamento del fondo lo preveda, mediante conferimento di strumenti finanziari nella composizione che riproduce l'indice in conformità del quale il fondo investe. La SGR provvede a calcolare il valore delle quote, anche ai fini dell'emissione e del rimborso delle stesse, con periodicità almeno settimanale<sup>13</sup>.

Per quanto riguarda i fondi chiusi, le quote, che devono essere emesse secondo le modalità stabilite dal regolamento, devono essere sottoscritte entro il termine massimo di diciotto mesi dalla pubblicazione del prospetto ai sensi dell'art. 94, comma 3, del TUF o, se esse non sono offerte al pubblico, dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia.

I versamenti relativi alle quote sottoscritte devono essere effettuati entro il termine stabilito nel regolamento del fondo. Nel caso di fondi riservati previsti dall'art. 15 del D.M. 228/1999 i versamenti possono essere effettuati in più soluzioni, a seguito di impegno del sottoscrittore a effettuare il versamento a richiesta della SGR in base alle esigenze di investimento del fondo medesimo.

<sup>10</sup> Cfr. art. 1, comma 1, lett. *k* e *l*, del Testo Unico della Finanza.

<sup>11</sup> Vedi il caso dei fondi immobiliari ad apporto pubblico, ai sensi dell'art. 14-*bis*, comma 8, della legge n. 86 del 25 gennaio 1994.

<sup>12</sup> In genere trattasi di cospicui disinvestimenti di parte del patrimonio.

<sup>13</sup> Cfr. art. 10, commi 1 e 2, del D.M. 228/1999.

Le quote di partecipazione, secondo le modalità indicate nel regolamento, devono essere rimborsate ai partecipanti alla scadenza del termine di durata del fondo ovvero possono essere rimborsate anticipatamente. La Banca d’Italia può consentire, ove sia previsto nel regolamento del fondo e su richiesta della SGR, una proroga del termine di durata del fondo non superiore a tre anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti<sup>14</sup>.

Ove il regolamento del fondo preveda emissioni successive alla prima, i rimborsi anticipati hanno luogo con la medesima frequenza e in coincidenza con le nuove emissioni. Alla stessa data è prevista la determinazione periodica del valore delle quote del fondo<sup>15</sup>.

Un’ulteriore classificazione non prevista nella definizione di fondo comune, ma comunque importante, è «a chi esso è rivolto». In particolare un fondo comune può essere rivolto alla generalità degli investitori, senza quindi entrare nel merito della loro natura e/o delle loro caratteristiche giuridiche, oppure ai cosiddetti «investitori qualificati».

Gli investitori qualificati sono individuati nelle seguenti categorie di soggetti: le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le SGR, le SICAV, i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario; i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea; le fondazioni bancarie; le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell’ente<sup>16</sup>.

I fondi rivolti agli investitori qualificati presentano alcune caratteristiche distinte rispetto a quelli rivolti alla totalità degli investitori; in questa sede si farà riferimento, per lo più, alla seconda tipologia di fondi.

## 1.2 Il fondo immobiliare: definizione e tipologie

### 1.2.1 Le fonti normative

La normativa primaria e secondaria vigente che regolamenta i fondi comuni di investimento di natura immobiliare di diritto italiano è la seguente:

- legge 25 gennaio 1994, n. 86, «Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi»;

<sup>14</sup> Il cosiddetto «periodo di grazia».

<sup>15</sup> Cfr. art. 14 del D.M. 228/1999.

<sup>16</sup> Cfr. art. 1, comma 1, lett. h, del D.M. 228/1999.

- D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52»;
- delibera CONSOB 1° luglio 1998, n. 11522 (meglio noto come «Regolamento intermediari»);
- delibera CONSOB 23 dicembre 1998, n. 11768 (meglio noto come «Regolamento dei mercati»);
- delibera CONSOB 14 maggio 1999, n. 11971 (meglio noto come «Regolamento emittenti»);
- Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica 24 maggio 1999, n. 228, «Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento»;
- Regolamento dei mercati organizzati di Borsa Italiana S.p.A. 6 settembre 2001;
- D.L. 25 settembre 2001, n. 351, convertito nella legge 23 novembre 2001, n. 410, «Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare»;
- Provvedimento della Banca d’Italia 14 aprile 2005 «Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio».

### 1.2.2 Definizione di «fondo immobiliare»

La normativa attuale non prevede una definizione specifica di fondo immobiliare, e quindi quella che si individuerà in questa sede discende dal combinato disposto di più norme.

Innanzitutto, il fondo immobiliare è una tipologia di fondo comune d’investimento. Ciò discende dal fatto che l’art. 12-*bis* del D.M. 228/1999, è titolato e dedicato ai «fondi immobiliari», che quindi costituiscono una delle tipologie di fondi comuni regolati dal decreto. Un secondo elemento di caratterizzazione è che i fondi immobiliari sono «chiusi». L’art. 12-*bis*, comma 1, prevede infatti che «i fondi immobiliari sono istituiti in forma chiusa»<sup>17</sup>.

Per quanto riguarda la composizione del patrimonio dei fondi immobiliari, il secondo comma dell’art. 12-*bis* prevede che «il patrimonio dei fondi immobiliari (...) è investito nei beni di cui all’art. 4, comma 2, lett. *d*, in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo». Abbiamo già visto che i beni di cui all’art. 4, comma 2, lett. *d*, del D.M. 228/1999 sono «beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari».

A questo punto è possibile dare una definizione di «fondo immobiliare». Esso è «un fondo comune d’investimento, istituito in forma chiusa, il cui patrimonio è

---

<sup>17</sup> Anche se successivamente vedremo che in determinati casi si può parlare di fondo «semi-chiuso».

investito per almeno due terzi del proprio valore complessivo in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari»<sup>18</sup>.

Nei prossimi tre paragrafi esamineremo sinteticamente le tre tipologie di fondo immobiliari presenti attualmente sul mercato.

### 1.2.3 I fondi ad apporto pubblico

I fondi immobiliari sono stati introdotti in Italia dalla legge 86/1994.

A oggi di tale legge rimane vigente solo un articolo<sup>19</sup>: il 14-bis che regola una delle tipologie di fondi immobiliari attualmente presenti sul mercato: i cosiddetti fondi «ad apporto pubblico». Tali fondi sono caratterizzati dal fatto che le quote del fondo possono essere sottoscritte, entro un anno dalla sua costituzione, con apporto di beni immobili o di diritti reali immobiliari, qualora l'apporto sia costituito per oltre il 51 per cento da beni e diritti apportati *esclusivamente* dallo Stato, da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali e loro consorzi, nonché da società interamente possedute anche indirettamente dagli stessi soggetti.

Il 3° comma dell'art. 14-bis imponeva che il regolamento del fondo prevedesse l'obbligo per i soggetti che effettuino il conferimento, di integrare gli apporti di natura immobiliare con un apporto in denaro non inferiore al 5 per cento del valore del fondo. Tale obbligo (e non quindi, la facoltà) è successivamente venuto meno, con un'abrogazione implicita della norma, «in quanto incompatibile – sotto un profilo logico-sistematico – con la disciplina introdotta dal D.lgs. 58/1998 (TUF) e dalla relativa normativa attuativa»<sup>20</sup>.

Il comma 2 dell'art. 14-bis prevede che la SGR del fondo non debba essere controllata neanche indirettamente da alcuno dei soggetti che procedono all'apporto.

Altra peculiarità dei fondi della specie è che la società di gestione deve procedere all'offerta al pubblico delle quote derivate dall'istituzione del fondo. L'offerta deve concludersi entro diciotto mesi dalla data dell'ultimo apporto in natura e comportare collocamento di quote per una percentuale non inferiore al 60 per cento del loro numero originario presso investitori diversi dai soggetti conferenti. Il regolamento del fondo prevede le modalità di esecuzione del collocamento. Qualora, decorso il termine di diciotto mesi, non sia stato collocato almeno il 60 per cento delle quote, la SGR dichiara il mancato raggiungimento dell'obiettivo, cadute le prenotazioni ricevute per l'acquisto delle quote e

<sup>18</sup> A dire il vero, il comma 2 dell'art. 12-bis prevede che detta percentuale è ridotta al 51 per cento qualora il patrimonio del fondo sia investito in misura non inferiore al 20 per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare, ma trattasi di eccezione alla regola generale.

<sup>19</sup> L'art. 214 del Testo Unico della Finanza ha abrogato la legge 86/1994, con eccezione degli artt. 14-bis e 15; l'art. 15 è stato abrogato successivamente dal D.L. 351/2001.

<sup>20</sup> Cfr. lettera di Banca d'Italia 9 luglio 2001, n. 23124, in risposta a specifico quesito di Fimit SGR SpA.

delibera la liquidazione del fondo, che viene effettuata da un commissario nominato dal Ministero dell'economia, il quale provvederà a retrocedere i beni apportati ai soggetti conferenti.

Qualora invece il collocamento abbia buon esito, entro sei mesi dalla consegna delle quote agli acquirenti, la SGR deve richiedere alla CONSOB l'ammissione dei relativi certificati alla negoziazione in un mercato regolamentato, salvo il caso in cui le quote siano destinate esclusivamente a investitori istituzionali.

#### 1.2.4 I fondi a raccolta

Oltre ai fondi ad apporto pubblico, l'altra tipologia di fondi immobiliari preesistente all'emanazione del D.L. 351/2001, che come vedremo ne ha allargato e completato la gamma, è quella dei fondi «a raccolta». La specificità dei fondi a raccolta è quella che la SGR, a differenza dei fondi ad apporto, raccoglie preventivamente il denaro dagli investitori che sottoscrivono le quote mediante l'operazione di collocamento, e solo successivamente effettua gli investimenti.

Generalmente viene presentato ai potenziali investitori un piano di investimenti già predefinito e nella pratica è usuale che la SGR abbia già stipulato dei contratti preliminari di acquisto degli immobili che entreranno nel patrimonio del fondo non appena reperite le risorse finanziarie, nonché gli impegni da parte di istituti finanziatori a erogare finanziamenti ipotecari al buon esito del collocamento e nella fase degli investimenti.

Il punto a sfavore di questi fondi rispetto a quelli ad apporto è che non risulta «certificato» un rendimento storico del fondo, non essendoci un patrimonio già esistente e un periodo di gestione del patrimonio stesso da parte della SGR prima del collocamento.

Gli investitori sottoscrivono le quote «sulla fiducia», seppur suffragata da elementi concreti, mentre sottoscrivendo quote di un fondo ad apporto è possibile «toccare con mano» gli *asset* del fondo sul quale si punta.

Come accennato al par. 1.1.2, qualora il fondo a raccolta sia riservato a investitori qualificati, il regolamento del fondo può prevedere che i versamenti possono essere effettuati in più soluzioni, a seguito di impegno del sottoscrittore a effettuare il versamento a richiesta della SGR in base alle esigenze di investimento del fondo medesimo.

#### 1.2.5 I fondi ad apporto privato

L'emanazione del D.L. 351/2001, convertito nella legge 410/2001, e le successive modifiche al D.M. di attuazione 228/1999<sup>21</sup> che era stato emanato ai sensi dell'art. 37 del Testo Unico della Finanza per «determinare i criteri generali cui devono

<sup>21</sup> Modifiche apportate con il Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 31 gennaio 2003, n. 47, emanato in attuazione dell'art. 5, comma 2, del D.L. 351/2001.

essere uniformati i fondi comuni d’investimento» hanno introdotto in Italia il fondo immobiliare «ad apporto privato».

Precedentemente, come abbiamo visto, era già possibile partecipare a un fondo immobiliare conferendo beni in natura ma solo nel caso in cui il conferente avesse avuto natura di ente pubblico. Ora tale limite viene superato e si concede la possibilità anche a soggetti privati di conferire beni in un fondo immobiliare.

Non solo. Viene introdotta anche la possibilità che i soggetti conferenti siano in potenziale conflitto d’interessi con la società di gestione, ovvero siano soci della SGR o società del medesimo gruppo di appartenenza della stessa, con alcune cautele e limiti.

L’innovazione in discorso ha comportato il *boom* dei fondi immobiliari in Italia.

### 1.3 La disciplina generale dei fondi immobiliari

Come abbiamo accennato al par. 1.2.1, la normativa primaria che disciplina i fondi immobiliari è costituita dall’art. 14-*bis* della legge 86/1994 per i fondi ad apporto pubblico e dal D.L. 351/2001 per le altre due tipologie di fondi. Oltre, ovviamente, alle norme generali previste dal Testo Unico della Finanza.

Il D.M. 228/1999, modificato a seguito dell’emanazione del D.L. 351/2001, detta le regole attuative per tutti i fondi immobiliari. L’art. 13 del decreto, infatti, prevede che ai fondi ad apporto pubblico si continuino ad applicare le disposizioni di cui all’art. 14-*bis* della legge 86/1994, ma che, in quanto compatibili, «si applicano le disposizioni del decreto medesimo e delle altre norme del TUF con riferimento ai fondi chiusi che sono investiti in immobili».

#### 1.3.1 Il conferimento di beni immobili

Come abbiamo già accennato, la sottoscrizione delle quote del fondo immobiliare può essere effettuata, ove il regolamento lo preveda, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo, mediante conferimento dei beni di cui all’art. 4, comma 2, lett. *d*, del D.M. 228/1999, ovvero beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

La normativa non prevede particolari modalità da seguire per effettuare il conferimento dei beni. Trattandosi di una modalità di sottoscrizione delle quote rimangono pertanto valide le norme che attualmente disciplinano, una volta concluso il periodo di sottoscrizione, la durata del richiamo degli impegni, e cioè il periodo entro il quale devono essere effettuati i versamenti relativi alle quote sottoscritte.

A fronte dell’assenza di una specifica definizione delle modalità di conferimento, l’art. 12-*bis*, comma 3, del decreto ha però espressamente previsto che in tutti i

casi di sottoscrizioni in natura debbano essere osservate da parte della SGR le seguenti cautele:

- a. acquisire, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a 30 giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti. Il valore attestato dalla relazione di stima non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento;
- b. acquisire la valutazione di un intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo. Detta valutazione può essere predisposta dal soggetto incaricato della stima di cui alla lettera *a* nel caso in cui questi possegga i necessari requisiti professionali.

Si fa presente che le cautele sopra descritte rappresentano la soglia minima di tutela dei partecipanti imposta dal legislatore: è quindi possibile che il fondo a livello regolamentare interno possa prevedere regole più stringenti per i conferimenti della specie.

### 1.3.2 Disciplina del conflitto di interessi

Come abbiamo accennato al par. 1.2.5, il conferimento dei beni al fondo immobiliare può essere effettuato anche da soci della SGR o da società del medesimo gruppo al quale appartiene la SGR stessa<sup>22</sup>.

Il più volte citato art. 12-bis, comma 4, detta il nuovo regime delle operazioni compiute in conflitto d'interessi, individuando apposite cautele da osservarsi per garantire la tutela dei risparmiatori. In particolare:

- a. il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della SGR non può superare il 40 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60 per cento del valore del fondo;
- b. dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della SGR e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del fondo su base annua;

---

<sup>22</sup> Permane invece il divieto da parte del legislatore inerente alla cessione diretta o indiretta al fondo di beni appartenenti agli amministratori, direttori generali e sindaci della SGR, ovvero della cessione diretta o indiretta di tali beni a uno di tali soggetti.

- c. i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi i requisiti previsti dall'art. 17 del decreto;
- d. le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento. Il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo;
- e. l'intermediario finanziario, non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente;
- f. la delibera dell'organo di amministrazione della SGR deve illustrare l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo.

Anche in questo caso va rilevato che tali condizioni di tutela sono minimali. Resta nella facoltà della SGR individuare ulteriori presidi a tutela dei sottoscrittori.

### 1.3.3 Gli esperti indipendenti

Nei precedenti paragrafi si è fatto più volte riferimento alla figura degli «esperti indipendenti»<sup>23</sup>. Essi possono essere persone fisiche o giuridiche scelte dal Consiglio di Amministrazione della SGR che nell'affidamento degli incarichi deve verificare il possesso dei requisiti richiesti dalla normativa, ovvero per le persone fisiche che siano iscritte ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità a effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni in cui è investito il fondo. Devono essere altresì in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle SGR ai sensi dell'art. 13 del TUF<sup>24</sup>.

Nell'ipotesi in cui gli esperti indipendenti siano persone giuridiche, esse non possono fare parte del gruppo della SGR, come definito ai sensi dell'art. 11, comma 1, lett. a, del TUF. Inoltre devono possedere i seguenti requisiti:

- a. nell'oggetto sociale deve essere espressamente prevista la valutazione dei beni oggetto dell'investimento del fondo;
- b. una struttura organizzativa adeguata all'incarico che intendono assumere.

La SGR può affidare incarichi anche per la valutazione di singoli beni a esperti aventi tali requisiti.

Le valutazioni devono risultare da apposita relazione sottoscritta da tutti gli esperti indipendenti incaricati. Nell'ipotesi in cui gli esperti indipendenti siano

---

<sup>23</sup> La figura degli esperti indipendenti è prevista all'art. 6, comma 1, lett. c, n. 5, del TUF che prevede, trattando degli OICR: «Per la valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati, la Banca d'Italia può prevedere il ricorso a esperti indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e vendita dei beni da parte del gestore».

<sup>24</sup> Cfr. art. 17, commi 1 e 2, D.M. 228/1999.

persone giuridiche, la relazione deve essere sottoscritta da almeno uno degli amministratori in possesso dei requisiti previsti per le persone fisiche.

L'esperto si astiene dalla valutazione in caso di conflitto di interessi in relazione ai beni da valutare, dandone tempestiva comunicazione alla SGR.

La normativa prevede inoltre una serie di incompatibilità. L'incarico di esperto indipendente non può essere infatti conferito a soggetti che siano soci, amministratori o sindaci della SGR che conferisce l'incarico o di altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR, ovvero lo siano stati nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico.

Non possono essere legati alla SGR che conferisce l'incarico o ad altre società o enti che la controllino, o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero lo siano stati nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico.

Non deve risultare parentela o affinità entro il quarto grado dei soci, degli amministratori, dei sindaci o dei direttori generali della SGR che conferisce l'incarico o di altre società o enti che la controllino o che siano controllati da questi ultimi o dalla SGR.

In generale non si può conferire l'incarico a chi si trovi in una situazione che può compromettere comunque l'indipendenza nei confronti della SGR.

Nel caso di sopravvenienza di una di tali situazioni nel corso dell'incarico l'interessato è tenuto a darne immediata comunicazione alla SGR, che provvede entro trenta giorni dalla comunicazione stessa alla revoca dell'incarico e alla sostituzione dell'esperto, dandone contestuale comunicazione alla Banca d'Italia e alla CONSOB.

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

L'incarico di valutazione di cui al presente articolo non può avere durata superiore a un triennio ed è rinnovabile una sola volta.

#### 1.3.4 I fondi «semichiusi»

In tema di modalità di partecipazione, le modifiche apportate al D.M. 228/1999 disegnano un sistema che supera il concetto tradizionale di fondo chiuso e perviene a introdurre un tipo di fondo definibile come «semichiuso». Si riconosce infatti la possibilità di raccogliere il patrimonio mediante più emissioni di quote (fondo semichiuso in entrata), ovvero di operare rimborsi anticipati secondo modalità temporali stabilite dal regolamento di gestione (fondo semichiuso in uscita), ovvero ancora di combinare i due flussi in entrata e in uscita (creando perciò delle vere e proprie «finestre» di entrata e di uscita dal fondo).

Riguardo al patrimonio del fondo, quindi, il comma 2, dell'art. 14 del decreto prevede che esso possa essere raccolto mediante una o più emissioni di quote secondo le modalità stabilite dal regolamento.

fondo per tali operazioni intendendosi anche il mutamento della destinazione d'uso dell'immobile<sup>25</sup>.

I fondi immobiliari possono assumere prestiti per rimborsi anticipati delle quote, nei limiti di cui sopra e comunque per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo<sup>26</sup>.

Rispetto alla previgente disciplina, la possibilità di utilizzo della leva finanziaria risulta ampliata non solo in termini percentuali ma anche e, soprattutto, nelle finalità. I precedenti limiti dell'indebitamento<sup>27</sup>, infatti, rappresentati, rispettivamente, dal 30 per cento del valore degli immobili detenuti, nella forma di finanziamenti ipotecari finalizzati all'acquisto, alla ristrutturazione di beni immobili o all'assunzione di partecipazioni in società immobiliari non quotate, al quale si aggiungeva un ulteriore 10 per cento del valore complessivo netto del fondo, destinato a fronteggiare sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria, risultano elevati a più del doppio.

I limiti di cui sopra non si applicano ai fondi costituiti ai sensi dell'art. 16 del decreto, ovvero i cosiddetti «fondi speculativi».

### 1.3.7 Il regolamento di gestione

Con Provvedimento del 14 aprile 2005, titolato «Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio» la Banca d'Italia ha provveduto a riordinare la normativa di propria emanazione in materia di gestione del risparmio e di OICR.

In questa sede si fornirà una panoramica dei principali argomenti in materia di fondi comuni, e specificatamente immobiliari, trattati dal Provvedimento e in particolare nel Titolo V dello stesso, titolato «Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio». Il Capitolo I del Titolo V tratta dei «Criteri generali e contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi comuni di investimento».

Il regolamento del fondo disciplina il rapporto di partecipazione al fondo medesimo. Esso definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica la SGR, la società promotrice, e la banca depositaria, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra questi ultimi e i partecipanti al fondo.

Al fine di tutelare gli interessi dei partecipanti e di assicurare la parità di trattamento tra gli stessi, il regolamento dei fondi comuni di investimento è redatto nel rispetto dei criteri generali di seguito indicati:

*1. chiarezza:* il regolamento consente all'investitore la piena e agevole comprensione delle caratteristiche del fondo e delle condizioni contrattuali;

<sup>25</sup> Cfr. art. 12-bis, comma 7, D.M. 228/1999.

<sup>26</sup> Cfr. art. 12-bis, comma 8, D.M. 228/1999.

<sup>27</sup> Cfr. Provvedimento della Banca d'Italia 20 settembre 1999, Capitolo II, Sezione III, par. n. 6.2.

2. *completezza*: il regolamento disciplina in modo completo il rapporto contrattuale; a tal fine contiene tutti gli elementi richiesti dalla legge e dalle disposizioni amministrative;
3. *sintesi*: nell'ambito della propria autonomia contrattuale, le SGR si attengono a un canone fondamentale di sinteticità, evitando di appesantire il testo del regolamento con la riproduzione di disposizioni di legge o amministrative, con la duplicazione di informazioni;
4. *coerenza*: il testo regolamentare è redatto secondo un criterio di coerenza complessiva delle disposizioni e degli elementi caratterizzanti il fondo (scopo, oggetto e politica di investimento, natura degli investitori cui esso è rivolto, regime delle spese, ripartizione dei proventi e, in generale, tutte le modalità di funzionamento).

Il regolamento dei fondi rivolti alla generalità degli investitori si compone di tre parti:

- a. *scheda identificativa*: contiene gli elementi essenziali di identificazione del fondo e fornisce ai sottoscrittori i riferimenti principali in ordine al fondo, alla società che lo gestisce e alla banca depositaria;
- b. *caratteristiche del prodotto*: sono descritte le caratteristiche fondamentali del fondo, con particolare riferimento allo scopo, all'oggetto e alla politica di investimento, nonché al regime dei proventi e delle spese;
- c. *modalità di funzionamento*: contiene le regole di funzionamento del fondo.

In particolare per i fondi immobiliari vi sono, oltre a quelli validi per tutti i fondi, i seguenti obblighi specifici:

1. il regolamento dei fondi istituiti ai sensi dell'art. 12-bis del D.M. 228/1999, indica le caratteristiche e la destinazione dei beni immobili e se il fondo può investire anche in partecipazioni di società aventi a oggetto l'attività di costruzione;
2. il regolamento indica:
  - se sia ammessa la sottoscrizione delle quote, sia in fase costitutiva che successivamente alla costituzione del fondo, mediante il conferimento di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
  - se il fondo intende effettuare operazioni con i soci della SGR o con soggetti appartenenti al loro gruppo ovvero con società facenti parte del gruppo rilevante della SGR;
  - il livello massimo di indebitamento che il fondo può assumere in rapporto al valore complessivo netto;
3. per quanto riguarda gli oneri a carico del fondo, il regolamento può prevedere l'imputazione:

- del compenso spettante agli esperti indipendenti e all’intermediario finanziario,
- le spese di amministrazione, manutenzione e ristrutturazione degli immobili del fondo,
- i premi per polizze assicurative sugli immobili del fondo.

Inoltre vi sono altri obblighi che valgono per tutti i fondi chiusi, ivi compresi quindi quelli immobiliari, quali l’indicazione del parametro di riferimento per il calcolo del compenso che spetta alla SGR<sup>28</sup>, le modalità di calcolo del risultato della gestione del fondo, il parametro di riferimento per l’individuazione del risultato minimo prefissato, la percentuale del risultato di gestione eccedente quello minimo prefissato che viene riconosciuto alla SGR nel caso si preveda che la SGR stessa benefici alla scadenza del fondo di una partecipazione al risultato di gestione.

È obbligatorio inoltre indicare le modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote e per i soli fondi immobiliari le modalità con le quali gli investitori sottoscrivono le quote mediante conferimento di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari nonché che i soci della SGR, o i soggetti appartenenti al loro gruppo, ovvero le società facenti parte del gruppo rilevante della SGR, si impegnino a rispettare l’obbligo di detenere per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti.

Per quanto riguarda l’informatica al pubblico è previsto che il regolamento dei fondi immobiliari indichi le forme di pubblicità, anche per estratto:

- delle relazioni di stima dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari conferiti al fondo e dei bei acquistati o venduti da/a soci della SGR, soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo rilevante cui la SGR appartiene;
- degli atti di conferimento, acquisto o cessione dei beni, dei soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e del relativo gruppo;
- dei prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso anticipato delle quote del fondo;
- del gruppo dell’intermediario finanziario.

Per i fondi immobiliari oggetto di operazioni di sollecitazione all’investimento, il regolamento deve prevedere che le informazioni indicate al precedente capoverso siano diffuse in conformità ai principi stabiliti dalla CONSOB.

---

<sup>28</sup> Il cosiddetto *benchmark*.

Riguardo ai rimborsi anticipati, la nuova disciplina prevede l’obbligatorietà della coincidenza fra rimborsi anticipati (totali o parziali) e nuove emissioni in tutte le ipotesi in cui il regolamento del fondo preveda, oltre che alla prima, emissioni successive.

Il panorama che viene a delinearsi in merito alla disciplina dei rimborsi anticipati appare, pertanto, essere il seguente:

- a. qualora il regolamento del fondo preveda la raccolta mediante *un’unica* emissione di quote, i rimborsi anticipati di quote continueranno a essere affidati alla discrezionalità della SGR;
- b. nel caso in cui il regolamento del fondo preveda la raccolta del patrimonio mediante *più* emissioni di quote e intenda ulteriormente riconoscere ai propri partecipanti la possibilità di dismettere il proprio investimento anche prima della scadenza del termine di durata del fondo, i rimborsi anticipati potranno aver luogo solo in coincidenza e con la stessa frequenza delle nuove emissioni.

### 1.3.5 Quotazione

Il regolamento indica se per le quote del fondo sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato. La richiesta di quotazione è obbligatoria per i fondi i quali prevedono che l’ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore a 25.000 euro e, come accennato al par. 1.2.3, per i fondi ad apporto pubblico.

In caso di quotazione, la relativa richiesta di ammissione delle quote alla negoziazione deve essere effettuata dalla SGR entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell’offerta. Tale periodo è stato raddoppiato rispetto alla normativa precedente in ragione dell’esigenza di consentire al fondo l’attuazione del programma di investimento evitando che lo stesso si presenti alla quotazione con eccessiva liquidità.

È per la medesima ragione che tale nuovo termine coincide con quello previsto dall’art. 12-bis, comma 2, ultimo periodo, del decreto per il raggiungimento dei limiti di investimento necessari ai fini della qualifica di «fondo immobiliare». Si noti che tale coincidenza, seppur auspicata, è di difficile (o impossibile) realizzazione. Diverso, infatti, è il giorno di partenza per il computo dei ventiquattro mesi: ai fini della richiesta di ammissione è il «giorno di chiusura dell’offerta», mentre per il raggiungimento del limite dei due terzi di *asset* immobiliari si parte dall’«avvio dell’operatività», e cioè dalla fine del successivo termine di durata del richiamo degli impegni.

### 1.3.6 L’assunzione di prestiti

I fondi immobiliari possono assumere prestiti sino a un valore del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento degli altri beni. Detti prestiti possono essere assunti anche al fine di effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il

### 1.3.8 Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio

Il TUF affida alla Banca d’Italia il compito di stabilire le regole applicabili agli OICR in materia di divieti all’attività di investimento e di contenimento e frazionamento del rischio.

Il Capitolo III del Titolo V del Provvedimento disciplina alla Sezione IV la materia per quanto riguarda i fondi chiusi mobiliari e immobiliari.

Il fondo comune istituito in forma chiusa investe il proprio patrimonio in:

- a. strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR;
- b. OICR;
- c. beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- d. crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- e. altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
- f. depositi bancari.

I fondi chiusi possono detenere liquidità per esigenze di tesoreria.

Come si è visto al par. 1.2.2, il fondo immobiliare deve investire il proprio patrimonio per almeno due terzi nei beni di cui alla lettera c (il cosiddetto investimento «tipico»). L’ulteriore terzo può quindi essere investito negli altri beni di cui sopra (il cosiddetto investimento «residuale»).

Per quanto riguarda l’investimento tipico, il fondo non può essere investito, direttamente o indirettamente attraverso società controllate, in misura superiore a un terzo delle proprie attività in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie. L’investimento diretto o attraverso società controllate in società immobiliari che prevedono nel proprio oggetto sociale la possibilità di svolgere attività di costruzione è limitato per i fondi immobiliari al 10 per cento del totale delle attività del fondo. Di contro, nella gestione del fondo non è consentito svolgere attività diretta di costruzione di immobili.

Per quanto riguarda l’investimento residuale, il Provvedimento fissa una serie di divieti finalizzati a limitare la concentrazione dei rischi, relativi agli emittenti dei titoli e alla loro localizzazione.

Il fondo, inoltre, non può investire in misura superiore al 20 per cento del totale delle attività in depositi presso una unica banca. Tale limite è ridotto al 10 per cento in caso di investimenti in depositi presso la propria banca depositaria.

## 1.4 Profili contabili dei fondi immobiliari

Il TUF, il D.M. 228/1999 e il Provvedimento di Banca d’Italia 14 aprile 2005 indicano i documenti contabili che le SGR sono tenute a redigere periodicamente.

Con riferimento a ciascun fondo di investimento chiuso, e quindi anche immobiliare, sono richiesti:

- a. il rendiconto della gestione del fondo, entro 60 giorni dalla fine di ogni esercizio annuale o del minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi, se infrannuale;
- b. una relazione semestrale alla gestione del fondo, entro 30 giorni dalla fine dei primi sei mesi dell'esercizio; la relazione non è richiesta nel caso dei fondi per i quali si proceda, in relazione alla distribuzione dei proventi, alla redazione del rendiconto con cadenza almeno semestrale.

La società incaricata della revisione contabile per le SGR provvede anche a rilasciare un giudizio, ai sensi dell'art. 156 del TUF, sul rendiconto del fondo comune.

#### 1.4.1 Schemi-tipo e modalità di redazione dei prospetti

Il rendiconto di gestione del fondo si compone di una situazione patrimoniale, di una sezione reddituale e di una nota integrativa. Essi sono inoltre accompagnati da una relazione degli amministratori. La relazione semestrale si compone di una situazione patrimoniale ed è accompagnata da una nota illustrativa.

Il rendiconto di gestione è redatto facendo riferimento all'ultimo giorno di valorizzazione delle quote dell'esercizio annuale o del minor periodo in relazione la quale si procede alla distribuzione dei proventi. La relazione semestrale è redatta con riferimento all'ultimo giorno di valorizzazione del semestre.

Gli schemi-tipo e le relative istruzioni di redazione dei prospetti contabili sono riportati in allegato al Provvedimento di Banca d'Italia. Nei prospetti e nella nota integrativa è richiesto il confronto con dati relativi a periodi precedenti.

Il contenuto degli schemi è minimale, essendo rimessa alla SGR la possibilità di ampliarne il contenuto informativo. Tale facoltà deve essere utilizzata «con misura e discernimento» in relazione al rischio che un eccessivo dettaglio determini una riduzione, anziché un accrescimento, della capacità informativa dei documenti.

I documenti contabili sono redatti in unità di euro, senza cifre decimali, a eccezione del valore della quota, determinato dividendo il valore complessivo del fondo (pari alle attività dello stesso al netto delle passività) riferito al giorno di valutazione del patrimonio, per il numero delle quote in circolazione alla medesima data, che viene calcolato in millesimi di euro.

La nota integrativa può essere redatta in migliaia o in milioni di euro, purché sia assicurata significatività e chiarezza alle informazioni in essa contenute.

Di seguito si riportano la situazione patrimoniale e la sezione reddituale del rendiconto di gestione al 31 dicembre 2005 di un fondo immobiliare quotato, il Fondo «Beta Immobiliare», gestito da Fimit SGR SpA.

**Rendiconto del fondo Beta Immobiliare al 31 dicembre 2005. Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso. Situazione patrimoniale**

Attività	Situazione al 31 dicembre 2005		Situazione al 31 dicembre 2004	
	Valore complessivo	Percentuale attivo	Valore complessivo	Percentuale attivo
<b>A. Strumenti finanziari</b>	<b>532.000</b>	<b>0,15%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<i>Strumenti finanziari non quotati</i>	<i>532.000</i>	<i>0,15%</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>
A1. Partecipazioni di controllo	0	0,00%	0	0,00%
A2. Partecipazioni non di controllo	532.000	0,15%	0	0,00%
A3. Altri titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A4. Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A5. Parti di OICR	0	0,00%	0	0,00%
<i>Strumenti finanziari quotati</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>
A6. Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A7. Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A8. Parti di OICR	0	0,00%	0	0,00%
<i>Strumenti finanziari derivati</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>
A9. Margini presso org. di comp. e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A10. Opzioni, premi o altri strum. finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A11. Opzioni, premi o altri strum. finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
<b>B. Immobili e diritti reali immobiliari</b>	<b>304.000.224</b>	<b>87,97%</b>	<b>214.448.289</b>	<b>66,82%</b>
B1. Immobili dati in locazione	235.683.243	68,20%	207.613.680	64,69%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	0	0,00%	0	0,00%
B3. Altri immobili	68.316.981	19,77%	6.834.609	2,13%
B4. Diritti reali immobiliari	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. Crediti</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	0	0,00%	0	0,00%
C2. Altri	0	0,00%	0	0,00%
<b>D. Depositi bancari</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
D1. A vista	0	0,00%	0	0,00%
D2. Altri	0	0,00%	0	0,00%
<b>E. Altri beni</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>F. Posizione netta di liquidità</b>	<b>4.824.506</b>	<b>1,40%</b>	<b>40.429.179</b>	<b>12,60%</b>
F1. Liquidità disponibile	4.824.506	1,40%	40.429.179	12,60%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
<b>G. Altre attività</b>	<b>36.227.725</b>	<b>10,48%</b>	<b>66.037.456</b>	<b>20,58%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	0	0,00%	0	0,00%

Attività	Situazione al 31 dicembre 2005		Situazione al 31 dicembre 2004	
	Valore complessivo	Percentuale attivo	Valore complessivo	Percentuale attivo
G2. Ratei e risconti attivi	16.292	0,00%	0	0,00%
G3. Risparmio di imposta	0	0,00%	0	0,00%
G4. Altre	12.976.275	3,75%	54.857.155	17,09%
G5. Credito IVA	13.146.585	3,80%	0	0,00%
G6. Crediti verso i locatari	10.088.573	2,92%	11.180.301	3,48%
Crediti lordi	10.971.030	3,17%	12.055.680	3,76%
Fondo svalutazione crediti	-882.457	-0,26%	-875.379	-0,27%
<b>Totale attività</b>	<b>345.584.455</b>	<b>100,00%</b>	<b>320.914.924</b>	<b>100,00%</b>
Passività e netto	Situazione al 31 dicembre 2005		Situazione al 31 dicembre 2004	
	Valore complessivo	Percentuale attivo	Valore complessivo	Percentuale attivo
<b>H. Finanziamenti ricevuti</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
H1. Finanziamenti ipotecari	0	0,00%	0	0,00%
H2. Pronti contro termine passivi e op. assimilate	0	0,00%	0	0,00%
H3. Altri	0	0,00%	0	0,00%
<b>I. Strumenti finanziari derivati</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
I1. Opzioni, premi o altri strum. fin. derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
I2. Opzioni, premi o altri strumenti fin. derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
<b>L. Debiti verso partecipanti</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
L1. Proventi da distribuire	0	0,00%	0	0,00%
L2. Altri debiti versi i partecipanti	0	0,00%	0	0,00%
<b>M. Altre passività</b>	<b>15.823.316</b>	<b>100,00%</b>	<b>18.298.045</b>	<b>100,00%</b>
M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati	7.659.952	48,41%	4.724.912	25,82%
M2. Debiti di imposta	1.092.308	6,90%	7.011.093	38,32%
M3. Ratei e risconti passivi	231.438	1,46%	226.161	1,24%
M4. Altre	5.391.909	34,08%	4.349.339	23,77%
M6. Debiti per cauzioni ricevute	1.447.709	9,15%	1.986.540	10,86%
<b>Totale passività</b>	<b>15.823.316</b>	<b>100,00%</b>	<b>18.298.045</b>	<b>100,00%</b>
		Situazione al 31 dicembre 2005	Situazione al 31 dicembre 2004	
<b>Valore complessivo netto del fondo</b>		<b>329.761.139</b>		<b>302.616.879</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>		<b>1.228,280</b>		<b>1.127,174</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>		<b>268.474</b>		<b>268.474</b>
<b>Rimborsi o proventi distribuiti per quota</b>		<b>0,000</b>		<b>0,000</b>

**Rendiconto del fondo Beta Immobiliare al 31 dicembre 2005. Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso. Sezione reddituale**

	Situazione al 31/12/2005	Situazione al 31/12/2004
<b>A. Strumenti finanziari</b>		
<i>Strumenti finanziari non quotati</i>		
A1. Partecipazioni	0	0
A1.1 Dividendi e altri proventi	0	0
A1.2 Utili/perdite da realizzi	0	0
A1.3 Plus/minusvalenze	0	0
A2. Altri strumenti finanziari non quotati	0	0
A2.1 Interessi, dividendi e altri proventi	0	0
A2.2 Utili/perdite da realizzi	0	0
A2.3 Plus/minusvalenze	0	0
<i>Strumenti finanziari quotati</i>		
A3. Strumenti finanziari quotati	0	0
A3.1 Interessi, dividendi e altri proventi	0	0
A3.2 Utili/perdite da realizzi	0	0
A3.3 Plus/minusvalenze	0	0
<i>Strumenti finanziari derivati</i>		
A4. Strumenti finanziari derivati	0	0
A4.1 Di copertura	0	0
A4.2 Non di copertura	0	0
<b>Risultato gestione strumenti finanziari (A)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B. Immobili e diritti reali immobiliari</b>		
B1. Canoni di locazione altri proventi	22.797.955	25.907.634
B1.a Canoni di locazione	20.681.027	24.059.656
B1.b Recupero spese condominiali	1.899.651	1.633.907
B1.bII Recupero altri oneri immobiliari	2.888	4.778
B1.bIII Rimborsi assicurativi	123.068	115.341
B1.c Interessi da incassare su depositi cauzionali	725	44.994
B1.d Altri proventi di gestione immobiliare	90.596	48.958
B2. Utili/perdite da realizzi	760.118	28.376.853
B3. Plus/minusvalenze	16.039.930	-1.672.365
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	-4.363.681	-4.401.664

	Situazione al 31/12/2005	Situazione al 31/12/2004
B4.a Oneri non ripetibili	-2.056.371	-2.385.758
B4.b Oneri ripetibili	-2.269.325	-1.968.458
B4.c Accantonamenti interessi passivi su depositi cauzionali	- 37.985	-47.448
B5. Ammortamenti	0	0
<b>Risultato gestione beni immobili (B)</b>	<b>35.234.322</b>	<b>48.210.458</b>
<b>C. Crediti</b>		
C1. Interessi attivi e proventi assimilati	0	0
C2. Incrementi/decrementi di valore	-7.078	-970.009
<b>Risultato gestione crediti (C)</b>	<b>-7.078</b>	<b>-970.009</b>
<b>D. Depositi bancari</b>		
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	0	0
<b>Risultato gestione depositi bancari (D)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>E. Altri beni (da specificare)</b>		
E1. Proventi	0	0
E2. Utile/perdita da realizzati	0	0
E3. Plusvalenze/minusvalenze	0	0
<b>Risultato gestione altri beni (E)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Risultato Gestione Investimenti (A + B + C + D + E)</b>	<b>35.227.244</b>	<b>47.240.449</b>
<b>F. Risultato della gestione cambi</b>		
F1. Operazioni di copertura	0	0
F1.1 Risultati realizzati	0	0
F1.2 Risultati non realizzati	0	0
F2. Operazioni non di copertura	0	0
F2.1 Risultati realizzati	0	0
F2.2 Risultati non realizzati	0	0
F3. Liquidità	0	0
F3.1 Risultati realizzati	0	0
F3.2 Risultati non realizzati	0	0
<b>Risultato gestione cambi (F)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>G. Altre operazioni di gestione</b>		
G1. Proventi delle operazioni di p.c.t. e assimilate	0	0
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli	0	0
<b>Risultato altre operazioni di gestione (G)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Risultato Lordo della Gestione Caratteristica (RGI + F + G)</b>	<b>35.227.244</b>	<b>47.240.449</b>

	Situazione al 31/12/2005	Situazione al 31/12/2004
<b>H. Oneri finanziari</b>		
H1. Interessi passivi su finanziamenti ricevuti	0	0
H1.1 Su finanziamenti ipotecari	0	0
H1.2 Su altri finanziamenti	0	0
H2. Altri oneri finanziari	-41	-12.335
<b>Oneri finanziari (H)</b>	<b>-41</b>	<b>-12.335</b>
<b>Risultato Netto della Gestione Caratteristica (RLGC + H)</b>	<b>35.227.203</b>	<b>47.228.114</b>
<b>I. Oneri di gestione</b>		
I1. Provvigione di gestione SGR	-5.606.300	-5.097.932
I2. Commissioni banca depositaria	-88.520	-80.494
I3. Oneri per esperti indipendenti	-47.845	-48.021
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	0	0
I5. Altri oneri di gestione	-1.099.570	-3.406.983
I6. Spese di quotazione	-203.007	0
<b>Totale oneri di gestione (I)</b>	<b>- 7.045.242</b>	<b>- 8.633.430</b>
<b>L. Altri ricavi e oneri</b>		
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide	1.776.535	270.324
L2. Altri ricavi	237.985	2.788
L3. Altri oneri	-3.052.221	-4.724.917
<b>Totale altri ricavi e oneri (L)</b>	<b>-1.037.701</b>	<b>-4.451.805</b>
<b>Risultato della Gestione Prima delle Imposte (RNCG + I + L)</b>	<b>27.144.260</b>	<b>34.142.879</b>
<b>M. Imposte</b>		
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	0	0
M2. Risparmio d'imposta	0	0
M3. Altre imposte	0	0
<b>Totale imposte (M)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Utile/perdita dell'esercizio (RGPI + M)</b>	<b>27.144.260</b>	<b>34.142.879</b>

Ovviamente non ci si può soffermare in questa sede, data l'ampiezza dell'argomento che richiederebbe un testo specifico, sulle problematiche contabili legate alla redazione dei prospetti contabili di un fondo immobiliare.

Nel prossimo paragrafo, però, si forniranno alcune indicazioni sui criteri di valutazione applicati ai fini della determinazione del valore delle attività del fondo, in quanto la valutazione dei beni del fondo è finalizzata a esprimere correttamente la sua situazione patrimoniale.

### 1.4.2 Criteri di valutazione del patrimonio del fondo

Il Provvedimento di Banca d’Italia tratta dei criteri di valutazione al Capitolo IV del Titolo V.

L’importanza dell’argomento si evince da quanto riportato nel Provvedimento che recita: «La valutazione dei beni del fondo è finalizzata a esprimere correttamente la situazione patrimoniale dell’OICR. A tal fine, la SGR o la banca depositaria – nel caso in cui la SGR le abbia conferito l’incarico di provvedere al calcolo della quota – si dota di strumenti informativi, risorse tecniche e professionali e procedure, anche di controllo interno che – in relazione alla tipologia di beni nei quali è investito e alla complessità del contesto operativo – assicurino costantemente una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del fondo».

E aggiunge: «Il processo di valutazione rappresenta uno dei momenti più delicati dell’attività di amministrazione dei fondi».

I criteri di valutazione sono fissati, coerentemente con quanto stabilito dalla Banca d’Italia, dalla SGR o dalla banca depositaria, se incaricata del calcolo del valore della quota, e concordati tra loro.

Nel caso si ritenga necessario, ci si può avvalere di esperti indipendenti per definire procedure e tecniche di valutazione appropriate nonché per esprimere giudizi di congruità sulla valutazione di determinate tipologie di beni.

Per i fondi immobiliari – ma anche per gli altri OICR – il ricorso agli esperti indipendenti è obbligatorio per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari nonché degli immobili facenti parte del patrimonio delle società immobiliari non quotate partecipate dal fondo.

Il valore complessivo netto del fondo è pari al valore corrente alla data di riferimento della valutazione – determinato in base ai criteri di valutazione adottati – delle attività che lo compongono al netto delle eventuali passività. Esso deve essere calcolato almeno con la periodicità prevista per il calcolo del valore unitario delle quote, ovvero per i fondi immobiliari almeno semestralmente, in occasione della redazione dei documenti contabili.

Il Provvedimento detta i criteri di valutazione per tutte le componenti dell’attivo che possono risultare dai documenti contabili in quanto parti del patrimonio investito del fondo. In questa sede si approfondirà, per ovvii motivi, la più importante delle *asset class* dei fondi immobiliari, quella per l’appunto dei beni immobili.

### 1.4.3 Criteri di valutazione dei beni immobili

Il Provvedimento dispone che ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria.

Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.

Il valore corrente di un immobile indica «il prezzo al quale il cespote potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali»<sup>29</sup>.

Per condizioni normali si intende che il venditore non sia «costretto» a vendere l'immobile per motivi attinenti alla sua situazione economico-finanziaria, che siano espletate nel tempo ragionevolmente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, che i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespote è situato, e che, infine, l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. con il cosiddetto metodo del «confronto diretto», ovvero tenendo conto, ove disponibili, i prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare e applicando le rettifiche ritenute adeguate;
2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione; tali metodologie presuppongono, per esempio, la determinazione dei redditi netti futuri, la definizione di un valore di mercato del cespote attraverso la capitalizzazione diretta, a un tasso dedotto dal mercato, del reddito netto alla fine del periodo di locazione, e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa con un tasso che tenga conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine;
3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche.

Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo conto anche del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data di valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione.

Il valore corrente è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.

Come illustrato al paragrafo precedente, per la valutazione dei beni immobili la SGR si avvale di esperti indipendenti.

Essi debbono provvedere entro 30 giorni dalla data di riferimento della valutazione del patrimonio del fondo, a presentare alla SGR una relazione di stima del valore dei suddetti cespiti, nella quale vanno indicati la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili.

Per gli immobili privi di redditività, gli esperti indicano quella ordinariamente desumibile da quella di immobili simili per caratteristiche e destinazione d'uso.

---

<sup>29</sup> La definizione di valore corrente si avvicina moltissimo a quella di *fair value* introdotta dai principi contabili internazionali IAS/IFRS anche se essi non sono applicabili ai fondi immobiliari.

La SGR, qualora intenda discostarsi dalle stime effettuate dagli esperti indipendenti, ne comunica le ragioni agli stessi.

## 1.5 Cenni sugli aspetti fiscali dei fondi immobiliari

Il presente capitolo viene redatto pochi giorni dopo l'entrata in vigore del decreto legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito nella legge 4 agosto 2006, n. 248.

In particolare, l'articolo 35, commi 8 e 9, del decreto ha introdotto una serie di modifiche alla disciplina fiscale delle locazioni e delle compravendite immobiliari, ivi comprese quelle poste in essere dai fondi immobiliari. Le principali novità sono descritte sinteticamente al paragrafo 1.5.4.

È rimasto immutato il regime tributario ai fini delle imposte sui redditi, quello in capo ai partecipanti e, sotto gli aspetti generali, anche quello ai fini IVA.

### 1.5.1 Il regime tributario ai fini delle imposte sui redditi

La normativa di riferimento in merito alle imposte sui redditi è l'art. 6 del D.L. 351/2001, modificato dal D.L. 30 settembre 2003, n. 269 (convertito con modificazioni nella legge 24 novembre 2003, n. 326).

Fino al 31 dicembre 2003 i fondi immobiliari erano soggetti a un regime fiscale basato su una tassazione «patrimoniale», con un'imposta sostitutiva pari all'1 per cento da imputarsi sul valore netto contabile del fondo, versata dal fondo stesso successivamente all'approvazione del rendiconto annuale.

Dal 1° gennaio 2004, con il decreto 269/2003, l'imposta sostitutiva è stata abolita, ferma restando la non soggettività del fondo ai fini delle imposte sui redditi e dell'IRAP. Non sono applicate le ritenute e le imposte sostitutive sui proventi (interessi, dividendi e *capital gain*) dei principali strumenti finanziari.

La non imponibilità prevista in capo al fondo ha come effetto principale che i proventi derivanti dal possesso e dalla cessione di beni immobili, non sono tassati.

Non sono altresì tassati i proventi derivanti dal possesso e dalla cessione di partecipazioni in società immobiliari.

### 1.5.2 Il regime tributario dei partecipanti

A seguito della soppressione della tassazione in capo al fondo è prevista, in via generale, la tassazione in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi<sup>30</sup>. Sui proventi distribuiti e su quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote è stata introdotta infatti una ritenuta del 12,50 per cento. Tale ritenuta è applicata a titolo di acconto se i proventi sono percepiti da soggetti che detengono le quote nell'esercizio di attività di impresa commercia-

<sup>30</sup> Cfr. art. 7 del D.L. 351/2001.

le, mentre è applicata a titolo di imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti (in cui sono compresi i soggetti che hanno assunto la partecipazione al di fuori dell'esercizio di attività commerciali, i soggetti che risiedono in paesi che non assicurano un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e i soggetti esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società), come stabilito dall'art. 7, comma 2, del D.L. 351/2001.

La ritenuta del 12,50 per cento, invece, non è applicata sui proventi percepiti dalle forme di previdenza complementare di cui al D.lgs. 124/1993 e dagli OICR di diritto italiano. Non sono inoltre assoggettati a imposizione i proventi percepiti da soggetti non residenti in possesso dei requisiti di cui all'art. 6 del D.lgs. 239/1996.

A partire dal 1º gennaio 2006, per i fondi le cui quote sono dematerializzate e accentrate presso Monte Titoli, la ritenuta è applicata non più dalla SGR bensì dai soggetti residenti presso i quali le quote sono state depositate che aderiscono direttamente o indirettamente ai sistemi di deposito accentrativo (si tratta in genere di tutti gli intermediari finanziari abilitati ad applicare, sui dividendi e proventi assimilati, l'imposta sostitutiva di cui all'art. 27-ter del D.P.R. 600/1973 e cioè le banche, le SIM, le società fiduciarie ecc.) nonché dai soggetti non residenti aderenti a detto sistema di deposito accentrativo ovvero a sistemi esteri di deposito accentrativo aderenti al medesimo sistema (nuovo comma 2-bis dell'art. 7).

Il nuovo regime di imposizione fiscale ha effetto per i proventi percepiti a partire dal 1º gennaio 2004 che fanno riferimento a periodi di attività/gestione dei fondi successivi al 31 dicembre 2003. Per i proventi di ogni tipo percepiti o iscritti in bilancio facendo riferimento a periodi di attività dei fondi chiusi fino al 31 dicembre 2003, si continuano ad applicare le disposizioni precedenti.

### 1.5.3 Il regime tributario ai fini IVA

La normativa di riferimento in merito all'IVA è l'art. 8 del D.L. 351/2001.

Ai fini dell'IVA, la SGR è soggetto passivo per le cessioni di beni e le prestazioni di servizi relative alle operazioni dei fondi immobiliari da essa istituiti. La SGR deve però mantenere distinte le «posizioni IVA» di ciascun fondo da essa gestito, con una contabilità separata, e con i registri previsti dal D.P.R. 633/1972 anch'essi separati.

Il versamento dell'IVA viene effettuato cumulativamente dalla SGR, a seguito della compensazione dei saldi a credito e a debito emergenti dalle singole liquidazioni dei fondi e della SGR medesima.

Con il D.L. 351/2001 sono state introdotte disposizioni volte ad agevolare il recupero dei crediti di imposta per le operazioni relative agli acquisti di beni immobili e alla manutenzione degli stessi; in alternativa alla richiesta di rimborso, infatti, è previsto che la SGR possa recuperare i crediti in questione attraverso la compensazione degli stessi, senza alcun limite di importo, con le altre imposte e

contributi dalla stessa dovuti, ovvero mediante cessione dei crediti a soggetti terzi o appartenenti al medesimo gruppo della SGR stessa.

#### **1.5.4 Le novità introdotte dal decreto legge 4 luglio 2006, n. 223**

Le principali novità introdotte dal D.L. 223/06 sono:

- il mantenimento del regime IVA per le locazioni e le cessioni di fabbricati strumentali, effettuate nei confronti dei seguenti soggetti (per gli altri soggetti sono esenti per definizione):
  - soggetti con detraibilità dell'IVA fino al 25 per cento;
  - operatori non soggetti IVA o privati;
  - altri soggetti, se il locatore o il cedente manifestano l'opzione per l'imponibilità dell'operazione;
- l'applicazione del regime esente alle cessioni di fabbricati di uso abitativo, salvo se effettuate da imprese costruttrici che hanno ultimato gli interventi da meno di 4 anni e per le locazioni, chiunque sia il soggetto locatore;
- l'applicazione dell'imposta di registro in misura dell'1 per cento sui canoni di locazione di immobili strumentali, anche se assoggettati a IVA, e del 2 per cento se abitativi;
- l'inasprimento delle imposte ipotecarie e catastali sulle compravendite di immobili strumentali dal 3 per cento al 4 per cento, a prescindere dal regime IVA applicato;
- la previsione dell'applicazione delle imposte ipotecarie e catastali in misura ridotta per le operazioni effettuate dai fondi immobiliari (2 per cento, anziché 4 per cento) a decorrere dal 1º ottobre 2006, esclusivamente per gli immobili strumentali.

Dette modifiche sono entrate in vigore in data 12 agosto 2006, giorno successivo alla data di pubblicazione della legge di conversione n. 248 del 4 agosto 2006 sulla Gazzetta Ufficiale.